

Санкт-Петербургский государственный университет
Экономический факультет
Кафедра теории кредита и финансового менеджмента

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
По направлению 080100 –«Экономика»
ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА В
ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Выполнила:
Бакалавриант 4 курса, 42 группы
Китавнина Мария Юрьевна
_____/Подпись/
Научный руководитель:
Доцент, к.э.н. Абрамишвили Н.Р.
_____/Подпись/

Санкт-Петербург
2017

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Сравнительный подход в оценке бизнеса: сущность и методы реализации	6
1.1. Теоретические аспекты сравнительного подхода в оценке бизнеса	6
1.2. Основные методы, используемые в рамках сравнительного подхода и этапы их реализации	8
Глава 2. Возможности применения сравнительного подхода для оценки рыночной стоимости российских компаний	14
2.1. Особенности национального фондового рынка для целей оценки стоимости бизнеса	14
2.2. Особенности рынка слияний и поглощений в России для целей оценки	19
Глава 3. Реализация методов сравнительного подхода для расчета рыночной стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит»	28
3.1. Описание объекта оценки и обзор отрасли	28
3.2. Расчет стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит» сравнительным подходом	33
Метод рынка капитала	33
Метод сделок	38
Метод отраслевых коэффициентов	40
Корреляционно-регрессионный анализ	42
Заключение	46
Список использованной литературы	48

Введение

Оценочную деятельность по праву можно считать рычагом регулирования отношений собственности в условиях становления и развития рыночной экономики. Под оценкой бизнеса понимается упорядоченный процесс расчета стоимости компании в денежном выражении на определенную дату с подробным обоснованием факторов, которые влияют на стоимость в момент расчета в условиях конкретного рынка, и в соответствии с действующим законодательством, регламентирующим оценочную деятельность. Основу оценки бизнеса составляют три подхода: доходный, затратный и сравнительный, каждый из которых ориентирован на получение определённой информации о компании. Так, например, затратный подход учитывает прошлые достижения компании и стоимость их воспроизводства в современных условиях, применяя аналогичные технологии; в результате доходного подхода формируется стоимость на основе ожидаемых денежных потоков от бизнеса; а сравнительный подход в свою очередь отражает текущее положение компании на рынке.

На современном этапе развития экономики, оценка бизнеса имеет очень высокое значение, так как увеличение стоимости компании является одним из показателей роста доходов собственников и потенциала компании в целом. Владея точной информацией о стоимости компании, можно определять основные траектории развития предприятия, а также наблюдать основные тенденции и перспективы развития отрасли. Кроме того, проводить оценку бизнеса можно с целью анализа эффективности системы управления предприятием. Сравнительный подход позволяет достаточно быстро и с относительно меньшими трудозатратами получить необходимый результат, основываясь на рыночной информации, которая учитывает региональные особенности ведения бизнеса, влияние макроэкономической ситуации и состояние отрасли в анализируемый момент времени, поэтому **актуальность данной темы** не оставляет сомнений, так как разработка эффективных стратегий развития компании не возможна без информации о реальной стоимости бизнеса и перспективах её роста.

Разработанность проблемы. Изучением проблематики сравнительного подхода в оценке бизнеса занимались иностранные авторы, такие как А. Дамодаран, Ш.Пратт, Т.Котлер и др. Из российских авторов стоит выделить автора известного учебника по оценке бизнеса – С. Валдайцева и Е. Чиркову, создателя практического пособия по применению сравнительного подхода для оценщиков.

Целью исследования является анализ особенностей для применения сравнительного подхода к оценке бизнеса российских компаний.

К основным задачам данного исследования относятся:

- поиск актуальной и достоверной информации по заданной теме;

- изучение научной литературы и публикаций в периодических изданиях с целью ознакомления с историей развития сравнительного подхода и дальнейшего выявления специфики его применения для российских компаний;

- отбор сопоставимых объектов-аналогов; поиск актуальной ценовой информации для реализации методов сравнительного подхода на практике;

- работа с финансовой информацией фирмы для проведения расчетов в рамках сравнительного подхода;

- анализ полученных результатов, обобщение и построение выводов о проделанной работе.

Объектом исследования является сравнительный подход к оценке стоимости предприятия.

Предметом исследования является изучение возможностей применения сравнительного подхода в оценке бизнеса российских компаний.

В качестве **теоретической и информационной базы исследования** использовались статьи преподавателей СПбГУ и других российских университетов; учебные и методические пособия по оценке бизнеса российских и зарубежных авторов. Для осуществления расчетов в практической части работы проведён анализ информации о результатах хозяйственной деятельности компаний, используемой для оценки рыночной стоимости, и её аналогов. Большинство источников литературы было предоставлено Российской Национальной Библиотекой в Санкт-Петербурге и библиотекой Экономического Факультета СПбГУ. Часть периодической литературы была найдена в открытом доступе. Для получения фактической информации о числе осуществленных сделок анализировались отчеты и пресс-релизы аудиторских компаний, в том числе PwC, KPMG и данные информационного агентства АК&М, формирующего сводки по российским слияниям и поглощениям. Ценовая информация по сделкам, необходимая для реализации расчетов по сравнительному подходу, были доступны в информационном терминале Bloomberg.

Что касается **методов исследования**, в выпускной квалификационной работе применялись системный подход к написанию работы, аксиоматический и исторический методы, а также синтез, обобщение, сравнение и анализ статистических данных.

Структура выпускной квалификационной работы включает в себя три главы, каждая из которых поделена на параграфы. В первой главе рассматривается сущность сравнительного подхода в оценке бизнеса, подробно раскрыты методы для прогнозирования стоимости предприятия в рамках рассматриваемого подхода; иными словами, первая глава раскрывает теоретические основы выбранной темы. Вторая глава выпускной квалификационной работы посвящена обзору специфики российского фондового рынка и рынка слияний и поглощений

для целей оценки. Анализ данной информации имеет большое значение для целей оценки, так как данные рынки являются основными источниками ценовой информации при реализации методов сравнительного подхода. В процессе изучения основных этапов становления отечественных рынков были проанализированы статистические данные о динамике рынков и выделен ряд ключевых особенностей, отличающих национальные рынки от рынков развитых стран. В третьей главе выпускной квалификационной работы реализованы методы сравнительного подхода на примере расчета рыночной стоимости 100%-го пакета акций одной из самых капитализируемых компаний на российском фондовом рынке - ПАО «Магнит».

Глава 1. Сравнительный подход в оценке бизнеса: сущность и методы реализации

1.1. Теоретические аспекты сравнительного подхода в оценке бизнеса

Оценка бизнеса – процесс определения рыночной стоимости предприятия на конкретную дату. В соответствии с ФЗ №135, «под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства»¹. В настоящее время оценка бизнеса имеет первостепенное значение во многих сегментах экономики. Например, в корпоративных финансах с целью реализации эффективных стратегии компании и принятия важнейших управленческих решений для максимизации стоимости предприятия, а также при проведении анализа с целью покупки и продажи активов, так как информация о переоцененности или недооцененности акций на рынке может помочь в принятии решений инвестору.

Существует три подхода оценки любого актива, которые выделены Международным Комитетом по стандартам оценки, а именно: доходный, затратный и сравнительный, каждый из которых подразумевает применение определенных методов расчёта рыночной стоимости². Стоит отметить, что все вышеперечисленные подходы нельзя назвать взаимоисключающими. Скорее наоборот, совмещение различных подходов в процессе исследования поможет добиться более точного и аргументированного результата, потому как каждый из подходов подразумевает анализ различной информации и характеристику активов с различных сторон. В данной работе мы подробно рассмотрим сущность и особенности сравнительного подхода, а также основные методы, используемые в рамках данного подхода.

Основой для оценки стоимости предприятия с применением сравнительного подхода является принцип замещения. Сущность сравнительного подхода в оценке бизнеса заключается в сопоставлении объекта-оценки с компанией-аналогом, которая была участником сделки купли-продажи в недавнем прошлом. Основная идея подхода состоит в построении мультипликаторов по компании-аналогу на основе ретроспективных данных, где мультипликатор – соотношение между рыночной ценой предприятия и одним из показателей, характеризующим результаты его хозяйственной деятельности. Стоимость оцениваемой

¹ Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.07.1998г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 1998. № 31. – с. 3813.

² Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015г. № 297 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. №28.

компании мы можем получить, перемножив значение мультипликатора и базовый показатель, отражающий результаты деятельности объекта оценки. Чем больше подходящих аналогов мы проанализируем, тем ближе к реальной окажется оценочная стоимость оцениваемой компании.

Рассматриваемый подход предполагает, что стоимость капитала фирмы приравнивается к приблизительной цене продажи аналогичной компании при наличии активного и сформированного рынка. Иными словами, ценой оцениваемой компании с высокой вероятностью может стать цена проданной компании со схожими показателями, характеризующими деятельность объекта оценки, с учетом необходимых корректировок на величину различий между компаниями. Таким образом, можно утверждать о том, что сравнительная оценка в большей степени ориентирована на рынок, потому что по числу сделок купли-продажи, в которых задействованы аналогичные компании, можно проследить реально существующий спрос и предложение и знать фактические цены контрактов³. На мой взгляд, это одно из главных преимуществ сравнительного подхода, так как в рыночной цене компании учитываются различные факторы; например, текущая ситуация в отрасли и перспективы ее развития, специфика деятельности компании и уровень риска. Тут же стоит упомянуть, что корректность и соответствие результатов действительно сильно коррелирует со степенью развития и «финансовой прозрачности» фондового рынка⁴.

Обобщив вышеизложенную информацию, перечислим основные особенности, которые можно выделить применительно к данному подходу:

- базируется на сравнении объекта оценки с компаниями-аналогами, ведущих деятельность внутри сегмента и отрасли (так называемый принцип замещения);
- отражает настроение рынка в конкретный момент времени (в момент осуществления сделки с компанией-аналогом);
- предоставляет реальную информацию о величине спроса, предложения и ценах на компании-аналоги;
- итоговая стоимость оцениваемого объекта строится на основе фактически полученных результатов в процессе хозяйственной деятельности и не рассматривает возможные перспективы развития и роста компании;

³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. / М. – 2008. -с. 35.

⁴ Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскиндаров М.А. и др. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/Учебное пособие. / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров и др./ - М.: 2003. – с.234

- для реализации сравнительного подхода на практике необходимо наличие сформированного и активного рынка и доступной информации.

Высокая популярность и востребованность сравнительного подхода в оценке обусловлена меньшим числом предпосылок, относительно быстрыми и несложными расчетами, а также способностью отразить текущее состояние рынка и величину стоимости конкретной компании относительно рынка. Так как для построения прогноза не требуется применение сложных математических моделей, на первый взгляд может показаться, что сравнительный подход является очень простым в исполнении.

На мой взгляд, это утверждение является заблуждением, потому как отбор необходимой и качественной информации, на основе которой рассчитывается оценочная стоимость компании – процесс длительный, трудоёмкий и требующий высокой квалификации специалиста-оценщика; отбор аналогов, выбор мультипликаторов и их обоснование – некоторые из основополагающих задач, от которых напрямую зависит качество проделанной работы. О возможных сложностях и ограничениях, связанных с применением сравнительного подхода в российской практике, речь пойдет во второй главе выпускной квалификационной работы, а в следующем параграфе рассмотрим основные этапы и методы, которые применяются оценщиками в рамках сравнительного подхода.

1.2. Основные методы, используемые в рамках сравнительного подхода и этапы их реализации

Мы уже выяснили, что применение сравнительного подхода возможно, когда оценщик владеет достоверной информацией об аналогах исследуемого объекта, а именно информацией о ценах и характеристиках аналогов. Рассмотрим алгоритм действий оценщика при проведении оценки сравнительным подходом, а далее подробно остановимся на основных методах, присущих изучаемому подходу. Итак, согласно Федеральному Стандарту Оценки №8, задача оценщика сводится к поэтапному определению стоимости объекта оценки на основе ценовой информации о сделках с компаниями, которые являются аналогами по ряду показателей. Также в процессе оценки может быть использована информация о котировках акций оцениваемого объекта и выбранных аналогов. Все расчеты, которые производит оценщик, не должны противоречить общей методологии и действующим федеральным стандартам.

В рамках сравнительного подхода выделяют три основных метода:

1. Метод рынка капитала (или компании-аналога);

2. Метод сделок;
3. Метод отраслевых коэффициентов⁵.

Оценщик выбирает наиболее подходящий метод, исходя, прежде всего из целей оценки и информации, которой он располагает. Прежде чем перейти к подробному описанию каждого из методов и ситуаций, в которых эти методы чаще всего реализуются, стоит сказать, что методика реализации расчетов в основном совпадает. Все перечисленные методы на практике подразумевают расчет мультипликаторов, основное отличие здесь – информационная база, которая находится в основе вычислений. Для реализации метода сделок необходима информация о заключенных контрактах с рынка слияний и поглощений и их ценах; для метода рынка капиталов – наличие информации о биржевых котировках акций компании-аналога и данных о результатах хозяйственной деятельности компаний-аналогов; в основе метода отраслевых коэффициентов заложены среднеотраслевые мультипликаторы, рассчитанные по накопленным статистическим данным одной отрасли. Далее перейдем к более детальному рассмотрению методов и этапов их реализации на практике.

Метод сделок применяется, когда оценщик ориентируется на цены с рынка M&A. За информационную базу для расчетов здесь берутся сведения о сделках, фактически совершенных, как уже упоминалось, на рынке слияний и поглощений. Результатом данного метода является рыночная стоимость всей компании; это нужно учесть в итоговых корректировках, если оценщик хочет оценить пакет акций с низкой степенью контроля, используя метод сделок.

Метод рынка капитала более актуален, если оценщик хочет оценить стоимость миноритарного пакета акций, так как в качестве информационной базы зачастую используются котировки акций аналогов на бирже. Результатом такой оценки выступает рыночная стоимость миноритарного пакета и здесь стоит помнить о корректировке на сумму премии за контроль. Стоит уточнить, что суть и способ проведения расчетов для двух описанных методов очень схожи; фактически, метод сделок можно назвать разновидностью метода рынка капитала. Основные этапы данных методов рассмотрим чуть позже.

Еще один метод, который мы не рассмотрели – *метод отраслевой специфики* или метод отраслевых коэффициентов. Он предполагает сравнение компании-объекта с предлагаемыми мультипликаторами, усредненными по отрасли. В настоящее время в России этот метод не получил широкого распространения, так как поиск информации по отраслям весьма затруднительный. Одной из причин отсутствия популярности данного метода можно считать

⁵ Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие для студентов и преподавателей. 3-е изд., перераб. и доп./ В.С. Валдайцев. /- М.: 2008. — с.106

тот факт, что фондовый рынок России относительно молод, поэтому сбор необходимой информации зачастую невозможен по причине её отсутствия.

Вернемся к методу рынка капитала. Общая идея метода заключается в оценке объекта по аналогии с компанией, котирующейся на фондовой бирже, с использованием соответствующих мультипликаторов. На Рис. 1 изображена схема, которая последовательно отражает все этапы реализации метода компании-аналога и метода сделок на практике; она включает 7 этапов, каждый из которых имеет свои нюансы и сложности.

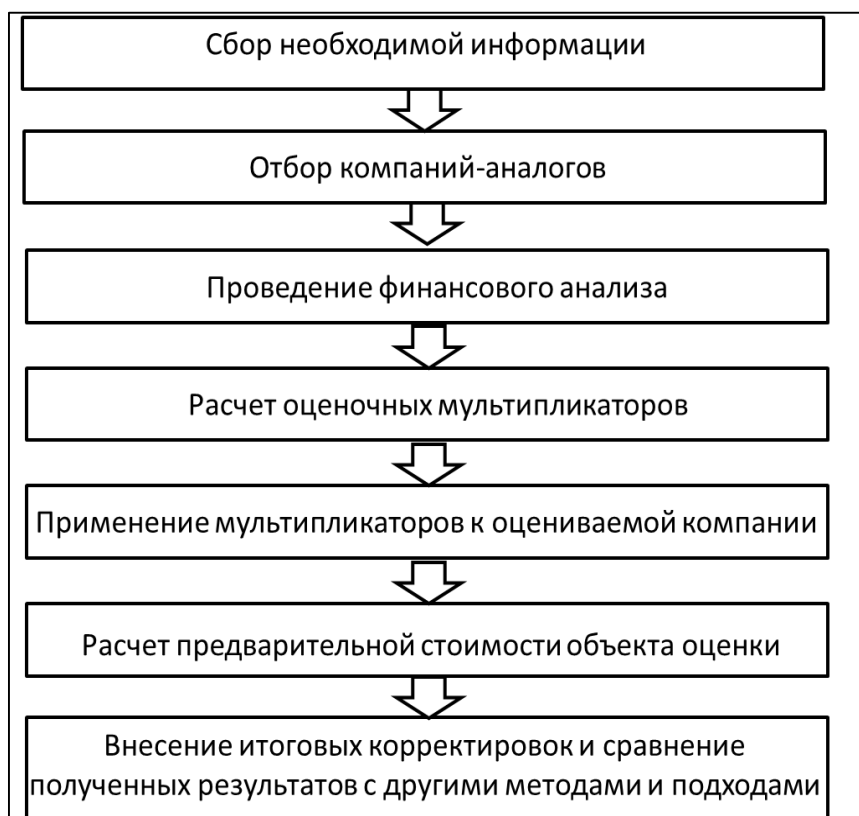


Рисунок 1 Этапы метода компании-аналога и метода сделок при сравнительном подходе. Составлена по: Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскиндаров М.А. и др. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/Учебное пособие. / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров и др./ - М.: 2003.

В самом начале необходимо проанализировать два вида информации: ценовую и финансовую. Ценовая (рыночная) информация – данные о ценах купли-продажи акций компаний, сходных с объектом оценки. Наличие полезной информации напрямую зависит от уровня развития фондового рынка страны. Если говорить о России, то в настоящий момент наш фондовый рынок недостаточно развит; о причинах трудностях, возникающих в этой связи, речь пойдет в дальнейшем. Финансовая информация – это бухгалтерская отчетность объекта-оценки и компаний-аналогов, а также дополнительная информация об их деятельности, которая помогает определить степень схожести оцениваемой компании и

предполагаемого аналога. Основной целью и конечным результатом анализа информации является составление списка компаний-аналогов.

Целью второго этапа является сужение данного списка и исключение компаний, не соответствующих критериям отбора. К важнейшим критериям отбора аналогов относятся: размер предприятия, диверсификация производства, уровень финансового левериджа, территориальное расположение, стадия жизненного цикла фирмы, особенности учетной политики компании⁶. Помимо описанных критериев, важными факторами при отборе аналогов, по мнению Е. Чирковой, являются: страновой фактор, учитывающий отличия в ставках дисконта разных стран; отраслевой фактор, учитывающий различную капиталоемкость и доходность производств; а также фактор времени, позволяющий исключить волатильность «настроений» рынка⁷

По итогам второго этапа отбираются компании, на основе которых будет строиться рыночная стоимость оцениваемой компании, и проводится финансовый анализ, в ходе которого отбираются данные для вычисления значения мультипликаторов. Следующим этапом в осуществлении сравнительного подхода на практике является выбор оценочных мультипликаторов. Важно правильно выбрать группу мультипликаторов, на основе которых будет рассчитываться стоимость компании, с учетом специфики отрасли. Мультипликатор – соотношение между рыночной ценой предприятия и одним из показателей, характеризующим результаты хозяйственной деятельности предприятия. В теории существует три вида мультипликаторов:

- Интервальные (мультипликаторы по разным видам прибыли, выручки и другим данным за период; наиболее распространены на практике);
- Моментные (мультипликаторы по активам);
- Натуральные (мультипликаторы по производственным мощностям, запасам и т.д., применимы только в специфических отраслях).

В числитель мультипликатора можно брать либо стоимость собственного капитала (Р) или рыночную капитализацию (МС), либо стоимость инвестированного капитала (ЕV). Инвестированный капитал представляет собой сумму рыночной стоимости собственного капитала фирмы и долгосрочного долга за вычетом наличных денежных средств и их эквивалентов. Величина, которую стоит ставить в знаменатель, зависит от цены, которая стоит в числителе. Если в числителе стоит Р, то в знаменатель следует ставить фин. показатели, отражающие текущие или будущие доходы акционеров или активы, которые приходятся на

⁶ Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие для студентов и преподавателей. 3-е изд., перераб. и доп./ В.С. Валдайцев./- М.: 2008. — с. 187

⁷ Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии / Е.В.Чиркова. – М: Альпина Бизнес Букс. - 2005.- с.78

их долю. Если в числителе стоимость инвестированного капитала, в знаменателе корректно использовать показатели, отражающие денежные потоки всего бизнеса или включающие все активы бизнеса⁸.

Рассмотрим наиболее часто встречающиеся ценовые мультипликаторы:

- Мультипликатор по выручке «EV/Sales». Преимуществом данного мультипликатора является высокая доступность информации и возможность расчетов для всех компаний; по выручке удобнее сравнивать между собой компании со значительными отличиями в учетной политике. К тому же волатильность выручки ниже, чем прибыли, поэтому значение мультипликатора в меньшей мере подвержено экстремальным значениям в динамике. Однако данный мультипликатор никак не учитывает эффективность деятельности компании, поэтому часто рассчитывают мультипликаторы по прибыли.
- Мультипликатор по прибыли «EV/EBITDA»; не учитывает долговую нагрузку на компанию, следовательно, позволяет сравнить компании с разным уровнем финансового левериджа. Зачастую используется для сравнения компаний, ведущих деятельность в капиталоемких отраслях, потому что исключает влияние амортизации на величину прибыли.
- Мультипликатор по чистой прибыли «P/E». Очень часто используемый на практике мультипликатор, отражающий соотношение рыночной капитализации компании и полученной чистой прибыли. Данный мультипликатор отражает настроение рынка по отношению к компании. Если значение мультипликатора достаточно высокое, значит рынок хорошо оценивает деятельность компании. По данному мультипликатору можно определить положение компании на рынке, в частности переоценены или недооценены акции компании. Однако, на практике, не всегда можно судить об эффективности деятельности компании по данному мультипликатору, так как чистая прибыль очень волатильна и может меняться в зависимости от методологии учета компании. Таким образом, высокое значение мультипликатора в некоторых случаях может быть объяснено нетипично низким значением чистой прибыли.
- Мультипликатор по дивидендам «P/D». Расчет данного мультипликатора целесообразен в том случае, когда компания стабильно платит дивиденды своим акционерам. Но на практике не всегда возможно применение данного мультипликатора, несмотря на то, что информация о выплаченных дивидендах публикуется в отчетности компаний. Это объясняется тем, что дивиденды - не единственный источник дохода акционеров. В закрытых акционерных обществах, акционеры могут получать доход в виде различных выплат или денежных выгод.

⁸ Там же.

- Мультипликаторы по активам «EV/BVA», «P/BVNA». Под англоязычным сокращением BVA понимается балансовая стоимость активов; BVNA – балансовая стоимость чистых активов. В зависимости от числителя, в знаменателе под величиной активов может пониматься балансовая стоимость активов (если в числителе EV) или балансовая стоимость акционерного капитала (если в числителе P). Здесь следует помнить, что балансовая стоимость активов не совпадает с валютой баланса, так как она уменьшена на величину наличных денежных средств и их эквивалентов. Если в расчетах используется балансовая величина чистых активов, стоит понимать, что данные из баланса необходимо скорректировать на величину забалансовых обязательств. Группа мультипликаторов по активам часто подвергается критике, в связи с тем, что суммарная величина активов на балансе зависит от методологии бухгалтерского учета, поэтому значение данных мультипликаторов считается субъективным. Но нельзя не заметить явного преимущества данных показателей, ведь балансовые показатели более стабильны, чем показатели из отчета о финансовых результатах.

По всем отобранным аналогам оценщиком рассчитываются ценовые мультипликаторы в динамике, чтобы проследить основные тенденции и исключить экстремальные значения, если таковые имеются. После сравнения значений, вычисляется среднее значение мультипликатора, которое используется в дальнейшем для расчета рыночной стоимости. Помимо вычисления среднего значения, искомый мультипликатор может быть получен с помощью регрессионного уравнения, когда оценивается большой объем данных с целью определения степени зависимости переменных⁹. Данную модель упоминал А. Дамодаран в своем учебнике «Инвестиционная оценка». По словам автора, данный способ делает возможным анализ компаний, которые имеют отдаленные сходства с исследуемым предприятием, что значительно упрощает процесс отбора аналогов, так как мы знаем, что одинаковых компаний не существует.

Формула, по которой вычисляется оценочная стоимость компании, имеет вид:

$$P = \text{Мультипликатор} * \text{Фин. Показатель, лежащий в основе мультипликатора.}$$

Чаще всего оценка проводится на основе нескольких альтернативных ценовых мультипликаторов, значения которых могут значительно отличаться. С.В. Валдайцев и другие авторы, занимающиеся данной проблематикой, называют это явление не исключительным, а

⁹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. / М. – 2008.- с. 146

вполне естественным в силу различной корреляции между исследуемыми показателями и ценой акций компаний-аналогов. В таком случае, каждому из них придается удельный вес, с учетом которого рассчитывается рыночная цена компании по вышеописанному принципу.

Описывая основные этапы реализации метода рынка капитала и метода сделок, нельзя проигнорировать важность внесения итоговых корректировок в зависимости от размера оцениваемого пакета акций. Стоимость, полученная в результате расчета тех или иных мультипликаторов, должна быть скорректирована с учетом определенных условий, принятых во внимание при оценке. Например, нередки случаи, когда при оценке стоимости контрольного пакета акций, оценщик располагает ценовой информацией о сделках с миноритарными пакетами компаний-аналогов¹⁰. Для отражения корректной рыночной стоимости объекта оценки необходимо увеличить ее на премию за расширение контроля. Бывают и обратные ситуации, когда объектом оценки выступает пакет акции с малой долей контроля, тогда необходимо учесть в итоговой стоимости скидку за низкую степень контроля и отразить её в итоговой стоимости.

Таким образом, мы подробно рассмотрели этапы проведения на практике и тонкости метода рынка капитала и метода сделок. Основным отличием этих методов является информационная база исследования. В основе расчетов мультипликаторов для метода сделок лежит информация о компаниях, чьи пакеты акций были проданы в недавнем времени. Как уже упоминалось ранее, возможность использования метода на практике ограничена степенью открытости фондового рынка и числом сделок, фактически совершенных с компаниями-аналогами.

Глава 2. Возможности применения сравнительного подхода для оценки рыночной стоимости российских компаний

2.1. Особенности национального фондового рынка для целей оценки стоимости бизнеса

Как мы выяснили ранее, для реализации сравнительного подхода на практике, необходимо проанализировать ценовую информацию с фондового рынка для реализации метода рынка капитала и информацию с рынка слияний и поглощений для применения метода сделок. В данной главе речь пойдет об особенностях национального фондового рынка и M&A-рынка, их динамике и перспективах развития. В результате анализа специфики российских

¹⁰ Пратт Ш. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Ш. Пратт. /- М.:2011. -с.40.

рынков сформированы выводы о возможных трудностях реализации сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса в нашей стране.

В связи с тем, что Российский фондовый рынок относительно молод и недостаточно развит на данный момент времени, он имеет ряд особенностей, которым стоит уделить внимание. Фондовый рынок в традиционном понимании в России начал формироваться значительно позже, чем в других странах. Первые попытки создания биржи в России были замечены в 80-х годах XX века. Особенностью зародившегося в тот период времени фондового рынка можно считать тотальный контроль со стороны государства и ограниченные возможности для проведения сделок. Российская модель рынка базировалась на модели фондового рынка, функционировавшего в США; так, например, построение отдельных видов рынков для различных финансовых инструментов – одно из сходств отечественной и американской биржи. Несмотря на это, фондовой биржей в традиционном понимании российский рынок не являлся из-за преобладания товарного обмена; появление на рынке ценных бумаг и акций произошло значительно позже.

Появление и развитие фондовых бирж на территории страны было неравномерным. Так, например, в начале 90-х годов около 400 организаций называли себя биржами и выполняли соответствующие функции. С течением времени их число резко сократилось и в 2011 году отечественный рынок использовал только 11 бирж, большинство из которых сконцентрировано в Москве и Санкт-Петербурге. На современном этапе крупнейшей торговой площадкой отечественного рынка является ПАО «Московская Биржа», образованная в результате слияния ММВБ и РТС. На данной площадке сконцентрирована наибольшая активность игроков, поэтому, анализируя финансовую информацию Московской Биржи, можно строить выводы о состоянии российского фондового рынка.

Специфика российского рынка ценных бумаг, помимо его незрелости, состоит в высокой волатильности, подверженности манипулированию и спекуляции, а также в существенной зависимости от цен на нефть. Высокая волатильность котировок, то есть подверженность цен существенным колебаниям в течение небольшого временного промежутка – одна из характеристик, присущая отечественному рынку. Наличие повышенной волатильности на рынке обусловлена относительно низкой ликвидностью рынка, а также его структурой и концентрацией; эти особенности более подробно будут рассмотрены далее.

Объем капитализации на российском фондовом рынке значительно ниже, чем в развитых странах, отсюда можно сделать вывод, что он в большей степени подвержен манипуляциям инвесторов. Помимо качественных характеристик, значения которых существенно отличаются от ведущих финансовых рынков, существуют пробелы и неточности в российском законодательстве, позволяющие манипулировать ценами на рынке

безнаказанно. Для сравнения, в США и странах Западной Европы манипулирование признано уголовным преступлением и предполагает ответственность за совершенные действия. Спекуляции на рынке приводит к искажению реальной рыночной информации и разрушению механизма справедливого ценообразования.

Одним из фундаментальных факторов, тесно связанных с динамикой развития российского фондового рынка, выступают цены на нефть. Во-первых, потому что поступления в бюджет от добычи и экспорта углеводородов, по-прежнему значительны, несмотря на реализацию политики импортозамещения в условиях санкций против Российской Федерации. Во-вторых, это связано с концентрацией акций нефтяных компаний в обороте рынка. Так, например, в течение длительного времени, индекс РТС практически полностью повторял динамику индекса цен на нефть марки Brent¹¹.

Далее рассмотрим и проанализируем основные показатели рынка, представленные пресс-центром ПАО «Московская Биржа».

На протяжении последних пяти лет на Московской Бирже сокращается количество торгуемых акций и общее количество эмитентов. В то же время капитализация по итогам 2016 выросла на 31% по отношению к 2015 г. - до 37,75 трлн. руб., что в долларовом выражении эквивалентно 622 миллиардам (значение рассчитано на основе данных по курсу ЦБ на конец 2016г). Объем торгов на фондовом рынке России вырос в конце 2016 года на 16% и составил 23,9 трлн. рублей¹² по сравнению с 20,5 трлн. рублей в ноябре 2015 года. Динамика суммарной капитализации рынка за последние 5 лет представлена ниже (Рис.2).

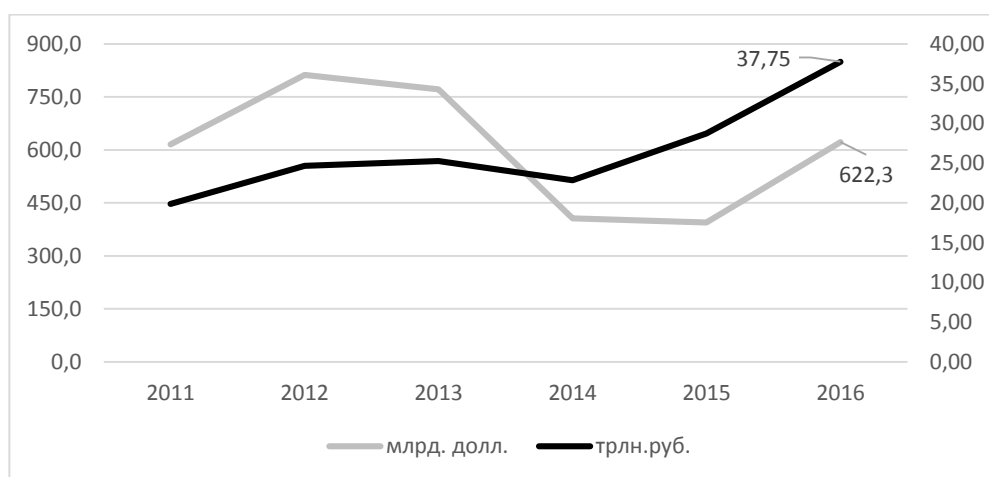


Рисунок 2 Динамика капитализации на фондовом рынке РФ с период с 2011-2016 гг. Составлен по данным ПАО «Московская биржа».

¹¹ Федорова Е.А., Панкратов К.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А. Федорова, К.А. Панкратов // Проблемы прогнозирования. -2010. -№2. –с.79.

¹² Официальный сайт ПАО «Московская Биржа». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://moex.com/s26> (дата обращения: 20.04.2017).

Несмотря на прирост капитализации в прошедшем году, показатели России существенно отличаются от развитых стран мира. Так, например, суммарная капитализация одной из фондовых бирж Германии составляет около 850 млрд. долларов, а капитализация фондового рынка США – около 20 трлн. долларов по данным 2016 года.

Кроме того, стоит упомянуть структурные диспропорции капитализации – как видно на рисунке ниже (Рис. 3), значительную долю суммарной капитализации составляют 10 крупнейших эмитентов. Несмотря на то, что их доля постепенно снижалась на протяжении двух лет, значение остается достаточно высоким. Кроме того, 78% внутреннего биржевого оборота акций приходится на долю наиболее ликвидных эмитентов, представленных на предыдущей диаграмме. Следовательно, поиск информации по компаниям, существующим на менее активных и развитых рынках, может быть очень затруднительным.

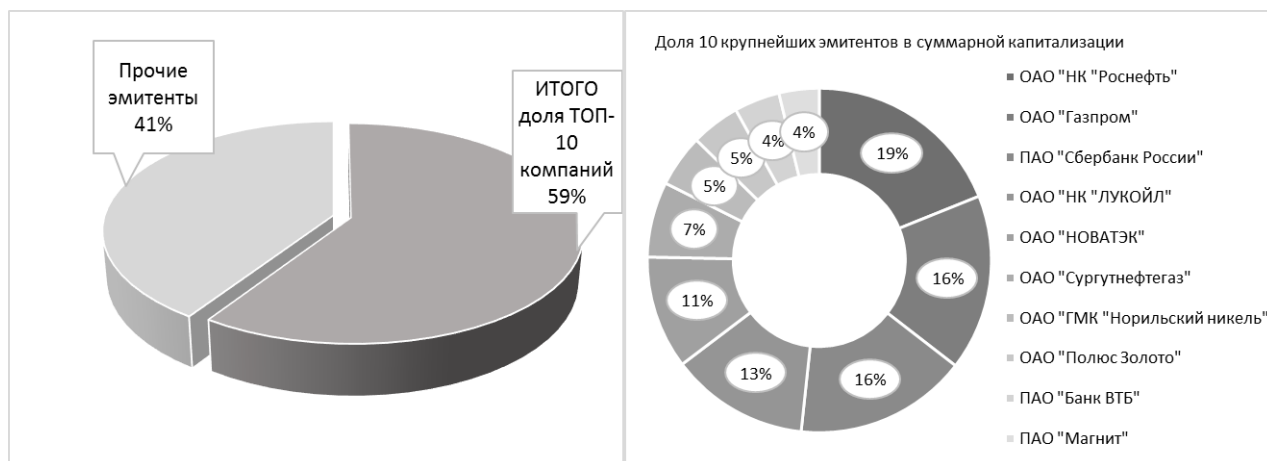


Рисунок 3 Структура капитализации на российском фондовом рынке по итогам 2016 г. Составлен по данным ПАО «Московская Биржа».

Далее рассмотрим структуру капитализации отечественного фондового рынка по отраслям. С 2013 по 2016 г. отраслевая структура капитализации акций компаний на Московской Бирже существенно не изменилась. Лидирующую позицию по-прежнему занимает нефтегазовая отрасль, доля которого незначительно снизилась - с 49% до 46%. Удельный вес компаний, оказывающих финансовые услуги, не изменилась и составляет 16%. Объем капитализации металлургического сектора вырос с 7% до 11% от общего объема. Доля услуг связи сократилась с 6,7% до 4%, а доля электроэнергетики осталась на уровне 5%. Удельный вес других отраслей в суммарной капитализации фондового рынка не превышает 5% и считается незначительным¹³. Таким образом, можно сделать вывод о достаточно слабой дифференциации рынка.

¹³ НАУФОР. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор за первое полугодие 2016 года. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016_1.pdf (дата обращения 1.05.2017).

В связи с высокой концентрацией, список российских «голубы фишек» по факту дублирует список эмитентов, которые образуют значительную роль в суммарной капитализации¹⁴. Так, для расчета Индекса голубых фишек, использовались котировки большинства нефтедобывающих компаний, что одновременно подчеркивает не только низкую диверсификацию фондового рынка, но и существующие проблемы в национальной экономике. Полный список компаний, котировки которых учитывались при расчете Индекса голубых фишек, представлены в Таблице 1.

Таблица 1. База расчета Индекса голубых фишек (с 17.03.2017г.) Источник: официальный сайт Московской биржи. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://moex.com/a598> (дата обращения - 20.04.2017).

№	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент free-float
1	ПАО "Газпром"	23 673 512 900	46%
2	ПАО Сбербанк	21 586 948 000	48%
3	ПАО "ЛУКОЙЛ"	850 563 255	46%
4	ОАО "НОВАТЭК"	3 036 306 000	27%
5	ПАО "Магнит"	94 561 355	63%
6	ПАО "ГМК "Норильский никель"	158 245 476	30%
7	ОАО "Сургутнефтегаз"	7 701 998 235	73%
8	ОАО "Сургутнефтегаз"	35 725 994 705	25%
9	ПАО "НК "Роснефть"	10 598 177 817	11%
10	Банк ВТБ (ПАО)	12 960 541 337 338	39%
11	ПАО "Транснефть"	1 554 875	100%
12	ПАО "МТС"	1 998 381 575	48%
13	ПАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	2 178 690 700	32%
14	АК "АЛРОСА" (ПАО)	7 364 965 630	34%
15	ПАО Московская Биржа	2 278 636 493	57%
16	ПАО "Северсталь"	837 718 660	18%

Как видно из таблицы, подавляющее большинство компаний, которые можно отнести к «голубым фишкам», являются сырьевыми. Это, с одной стороны, свидетельствует о нездоровом дисбалансе в российской экономике, а с другой – о том, что использование биржевой информации для оценки компаний, возможно, будет затруднено из-за отсутствия количества сделок, достаточного для формирования релевантной выборки при использовании сравнительного подхода. В таблице также представлены данные о доле акций компаний в свободном обращении (коэффициент free-float). Мы видим, что только у 4 компаний из 16 данный коэффициент превышает 50%. У остальных эмитентов доля акций в свободном обращении находится в диапазоне 11-48%. Для сравнения, у 7 из 10 крупнейших эмитентов

¹⁴ Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит. – 2014. – № 10 (586) с. 44.

США, коэффициент free-float составляет 100%, у остальных 75-85%. Данный коэффициент имеет большое значение и анализ его необходим для изучения ликвидности акций, так как высокое значение коэффициента указывает на высокую ликвидность акций на рынке. Помимо всего прочего, большое количество акций, находящихся в свободном обращении нивелирует риск спекуляций цен на акции, что повышает качество используемой информации. Если в России наблюдается существенная концентрация капитализации в энергетическом секторе, то рынок США имеет отличия от российского в части отраслевой диверсификации. В числе крупнейших эмитентов, размещающих свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, представлены компании по производству машин и оборудования, компании финансового сектора, информационных технологий, электроники и связи и пр. Компании нефтяной отрасли так же присутствуют на рынке, однако их доля в суммарной капитализации не так значительна. Данный факт подтверждает предположение о том, что информация с российского фондового рынка требует тщательного анализа, в том числе изучения активности торгов для построения выводов о репрезентативности результатов. В большинстве случаев, сделки не являются регулярными, поэтому делать однозначные выводы о рыночной стоимости капитала компании, опираясь на не существенные данные, не рекомендуется.

Подводя итог, можно подчеркнуть следующие особенности отечественного фондового рынка, которые затрудняют поиск ценовой информации для целей оценки стоимости российских компаний:

1. Высокая концентрация – значительная доля сделок приходится на 10 крупных эмитентов.
2. Низкая диверсификация фондового рынка, представленная добывающими компаниями, банками и телекоммуникациями.
3. Низкая доля акций компаний в свободном обращении¹⁵.

2.2. Особенности рынка слияний и поглощений в России для целей оценки

Сделки слияний и поглощений (M&A) представляют собой реорганизацию предприятия путем концентрации производства или в результате совершения операций с ценными бумагами и установления контроля. Данный вид сделок - эффективный рычаг для развития и расширения бизнеса, так как, существуя в условиях глобализации, необходимо применять всё новые и новые способы управления для поддержания конкуренции и укрупнения производства. Кроме того, слияния и поглощения можно интерпретировать как

¹⁵ Абрамишвили Н.Р. Особенности применения сравнительного подхода к оценке стоимости публичных компаний в России // Universum: Экономика и юриспруденция : электрон. научн. журн. 2016. № 3(24). URL: <http://7universum.com/ru/economy/archive/item/2982> (дата обращения - 01.12.2016).

способ консолидации активов крупных компаний. Долгое время данное явление не было закреплено в российском законодательстве.

Рынок слияний и поглощений в России весьма специфичен и имеет ряд отличий от рынков M&A развитых стран Европы и Соединенных Штатов Америки. Для того, чтобы выяснить специфику, рассмотрим основные моменты развития рынка M&A в России.

Прежде всего стоит вспомнить о том, что зарождение рынка слияний и поглощений в России пришлось только на 90-е годы прошлого века, в то время как в странах Запада первая волна слияний по принципу горизонтальной интеграции пришлась на период 1897-1904 гг.¹⁶ В этом и состоит уникальность российского рынка слияний и поглощений – всего за несколько лет он вырос по масштабу сделок от локальных до трансграничных. Движущими силами к развитию слияний и поглощений на отечественном рынке стали массовая приватизация, а позже – банкротство.

Условно, в процессе развития отечественного рынка M&A можно выделить несколько этапов. Первая волна слияний и поглощений в России началась в 1992 году, причиной её возникновения стала массовая приватизация, которая обеспечила появление института частной собственности в стране. При этом данные сделки нельзя было безоговорочно отнести к слияниям в традиционном понимании, так как они преследовали не экономические, а политические цели. Классические поглощения появились лишь в конце 1990-х годов и наблюдались в отраслях, не требовавших высокой концентрации финансовых активов.

Второй этап развития рынка M&A получил название «перedel собственности», его начало отмечают в 1998 году. После вступления в силу ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» появилась возможность признавать банкротами компании, которые испытывали временные затруднения, вызванные кризисом 1998 года. В результате началась горизонтальная интеграция крупных российских холдингов путем враждебных поглощений. Таким образом, кризис, обесценение национальной валюты, увеличение задолженности многих компаний перед бюджетом стали причинами обесценения их активов и массовой интеграции. Если изначально процессы слияний и поглощений были инициированы в отрасли нефтяной промышленности, то на данном этапе поглощения были характерны в отраслях машиностроения, фармацевтики, табачной, химической промышленности, а также черной и цветной металлургии¹⁷.

В 2002 году стихла волна консолидации активов крупных корпораций и начался период реструктуризации бизнеса, который можно выделить в третий этап развития отечественного

¹⁶ Сонникова А.В. История развития и перспективы мирового рынка слияний и поглощений / А. В. Сонникова // Финансы, денежное обращение и кредит. -2011. -№7 (80). – с. 151.

¹⁷ Руденко М.Н. Анализ ключевых тенденций и особенностей развития рынка слияний и поглощений в России / Руденко М.Н. // Вестник Пермского университета. Серия Экономика. - 2011. - Вып. 4. - с. 114.

рынка слияний и поглощений. Важным событием, определившим дальнейшие ориентиры развития рынка, стало существенное изменение Федерального Закона о банкротстве, в котором ограничивалась рейдерская деятельность. Несмотря на это, в данном периоде был отмечен пик интенсивности развития рынка. Так, например, по данным аудиторской компании PwC, Россия в 2003 году признана лидером по количеству и объему сделок в области M&A в Центральной и Восточной Европе. Объем сделок составил около 24 миллиардов долларов США, из них более половины (16 млрд. долларов) приходится на мегасделки суммой более ста миллионов долларов США. В то же время компания ФБК констатировала, что объем рынка в 2003 году составил около 20 млрд. долларов¹⁸. При этом, стоит отметить, что результат оценки масштабов рынка слияний и поглощения зависит от выбранной методологии. Компании, которые занимаются анализом сделок слияний и поглощений в России изначально оперируют различными данными, потому как многие совершенные сделки не раскрываются. Этим и обусловлены различия в данных по динамике рынка и стоимости сделок, представленные в различных обзорах, поэтому можно предположить, что оба представленных значения не отражают действительности и несколько занижены по причине закрытости информации. По имеющимся данным, к 2005 году объем рынка увеличился вдвое и достиг отметки в 40,5 млрд долларов на фоне снижения общего числа сделок, по данным ФБК; а в 2007 году был зафиксирован пик активности на рынке – суммарный объем сделок превысил 130 миллиардов долларов¹⁹ (по некоторым оценкам 159,4 млрд. долларов). Бесспорными лидерами по сделкам стали отрасли тяжелой промышленности – нефтяная и электроэнергетическая.

По мнению отечественных экспертов-аналитиков, российскому рынку слияний и поглощений в наименьшей степени присущи явления цикличности и закономерности; существует мнение, что рынок M&A отражает события, происходящие в национальной и мировой экономике с некоторым временным лагом. Прогнозы экспертов указывали на то, что кризисные явления, наблюдавшиеся в глобальном экономическом пространстве, не повлияют на национальную экономику, в том числе и на рынок слияний и поглощений. Однако, четвертый этап развития пришелся на период мирового экономического кризиса и начался в 2008 году. Охарактеризовать данный период можно существенным спадом активности не только по суммарной емкости рынка, но и числу совершенных сделок. За 2008 год объем рынка сократился приблизительно на 37%, а в 2009 году емкость рынка снизилась на 57% практически вернулась на отметку 2005 года при условии, что число сделок в 2009 году в разы

¹⁸ Отчет ФБК «Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году». [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.fbk.ru/upload/images/Mergers_and_Acquisitions_2009.pdf (дата обращения – 1.04.2017).

¹⁹ Там же.

превышало аналогичный показатель 2005 года. Данный факт свидетельствует о том, что изменился характер сделок. Если ранее рынок формировался за счет крупных и мега крупных сделок, то в рассматриваемый период значительная доля рынка была представлена не большими по суммам транзакциями.

В 2010 году наблюдалась постепенная адаптация к кризисным явлениям и рост национальной экономики; соответственно, начала восстанавливаться активность на рынке слияний и поглощений как в России, так и в других странах, которых коснулся кризис минувших лет. Объем сделок увеличился вдвое, хотя и не достиг предкризисного значения. Здесь стоит упомянуть, что колебания в динамике развития слияний и поглощений не являются особенностью только российского рынка М&А. К такому выводу можно прийти, если сопоставить статистические данные об объеме сделок на рынках в нашей стране и мире. Наглядно увидеть активность на мировом рынке М&А можно ниже (Рис. 4).

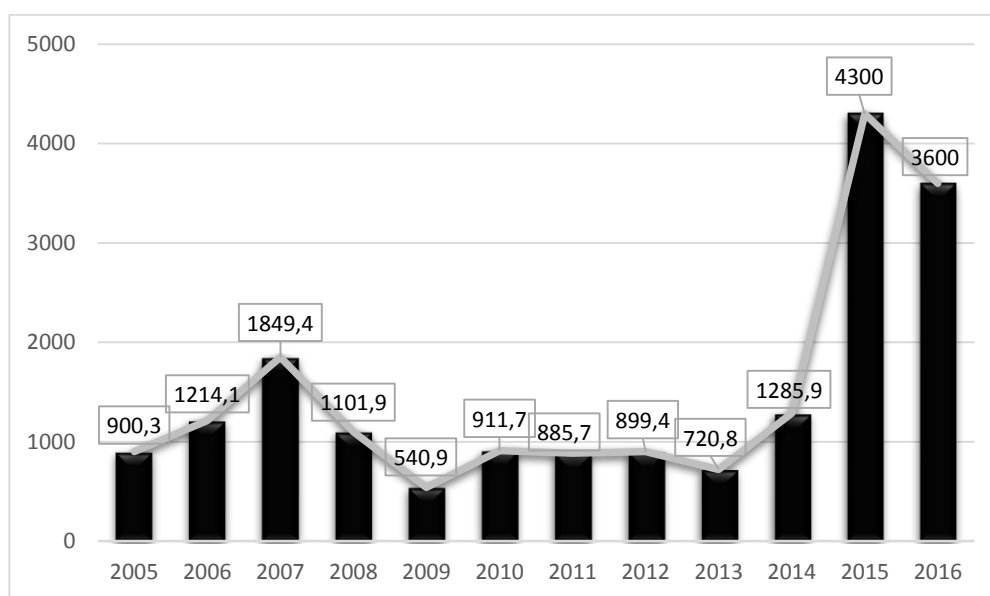


Рисунок 4 Динамика сделок М&А в мире в период с 2005-2016 гг. (млрд. \$ США). Составлен по официальным данным KPMG.

Как мы видим на рисунке, в рассматриваемый промежуток времени основные мировые тренды вполне сопоставимы с отечественными. Кризис 2008-2009 годов существенно повлиял и на мировой рынок слияний и поглощений и привел к снижению объема объявленных сделок. Если мы сравним динамику по российскому рынку в аналогичный период времени (Рис.5), заметим, что основные тренды мирового рынка проявлялись и в нашей стране до 2014 года, однако переходы были более сглаженными.

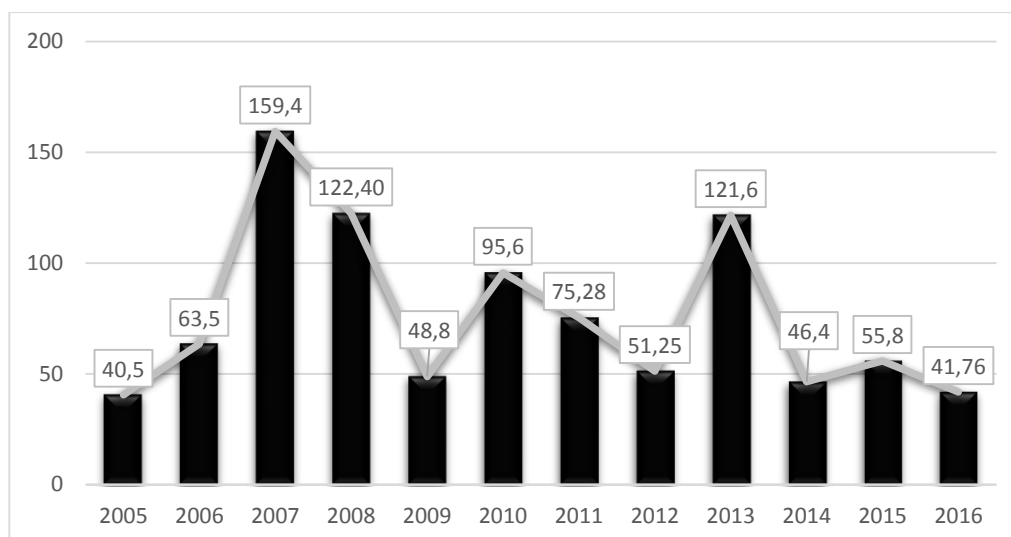


Рисунок 5 Динамика сделок М&А в России с 2005-2016 гг. (млрд. \$ США). Составлен по официальным данным KPMG, АК&М, ФБК.

В 2013 году значительный подъем рынка сигнализировал о том, что последствия кризиса устранены и экономическая ситуация стабилизировалась. Наравне с этим, увеличились прямые инвестиции в отечественные компании; в результате Россия вошла в 10-ку наиболее привлекательных стран²⁰ с точки зрения стоимости сделок. Однако спустя год эта позиция была утрачена, и Россия спустилась на 24-е место в рейтинге. В 2014 году рынок существенно просел, объем сделок, объявленных в России, составил всего 3% от мировых сделок в долларовом выражении. И этот период, начавшийся, в 2014 году и продолжающийся до сих пор можно обозначить как очередной этап развития отечественного рынка М&А. Инвестиционная привлекательность страны упала, национальная экономика переживала девальвацию курса рубля, кризис, а также политическую и экономическую изоляцию. Напомним, что 2014 год стал переломным, потому что ряд стран приняли санкции в отношении нашего государства. Данное событие не могло не отразиться на динамике сделок М&А, так как существенно ограничило потоки иностранного капитала. В связи с ограничением трансграничной активности в стоимостном и количественном выражении, объем рынка был представлен преимущественно внутренними сделками²¹. С 2014 года рынок демонстрировал негативные тренды, указывая на ослабление игроков М&А-рынка в связи с экономическим кризисом, обвалом цен на энергетические источники и отсутствия доступа к получению финансирования из-за рубежа²².

²⁰ Загребельная Н.С. Мировой и Российский рынки слияний и поглощений / Н.С. Загребельная // Вестник МГИМО Университета. – 2015. - №2 (41). –с. 166.

²¹ Российский М&А- рынок оказался в изоляции. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.maonline.ru/mna/25837-rossiyskiy-ma-rynok-okazalsya-v-izolyacii.html> (дата обращения: 21.04.2017).

²² КПМГ представляет обзор российского рынка слияний и поглощений в 2015 году. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/ru-en-russian-ma-review-2015.pdf> (дата обращения – 1.04.2017).

По данным минувшего года, рынок слияний и поглощений до сих пор демонстрирует отрицательную динамику; причем 2016 год показал самые низкие показатели за последние 7 лет, несмотря на оживленность, замеченную на рынке в последнем квартале 2016 года. Рынок просел на 11% по сравнению с 2015 годом. Однако, в рублевом выражении спад составил всего на 6%, что во многом обусловлено сохраняющейся девальвацией рубля.

Из положительных тенденций стоит отметить рост сделок как в целом, так и трансакций, направленных на приобретение активов российских компаний иностранными инвесторами. При этом главной проблемой и причиной отставания является отсутствие крупных сделок, так как число сделок за год существенно не изменилось.

Разобравшись в истории развития национального рынка слияний и поглощений, можно выделить черты и особенности, отличающие его от M&A-рынков развитых стран.

- Отечественный рынок слияний и поглощений относительно молод, однако темпы развития отечественного рынка очень стремительны. На это указывает динамика рынка, которую мы рассмотрели ранее.

- Длительность трансакции. Сделки на российском рынке осуществляются медленно, в иногда и вовсе не завершаются. Из-за колебаний конъюнктуры стороны часто не могут договориться об условиях объявленной сделки. Динамика незавершенных сделок значительна, это говорит о том, что гипотетически рынок может расти стремительнее, но фактически этого не происходит.

- Горизонтальная направленность сделок. В процессе увеличения масштабов бизнеса, финансовые активы и производственные мощности концентрируются в нефтяной, металлургической и телекоммуникационной промышленности. Компании прибегают к слияниям и поглощениям в тот момент, когда рынок находится на стадии насыщения.

- Закрытость сделок. В России значительная доля экономики находится в тени, следовательно, получить объективную информацию, отражающую точную обстановку на рынке, невозможно. Большинство мелких сделок не раскрываются, это усложняет работу информационным агентствам, например, по анализу отраслевой специфики сделок.

- Активное участие государства в сделках M&A не только в роли регулятора. Государство, помимо контроля денежных потоков крупнейших корпораций, принимает участие в формировании корпораций и холдингов. Сделки M&A в данном случае реализуют стратегию быстрого роста экономического потенциала компании за счет объединения активов.

- Недружественный характер поглощений на российском M&A-рынке. Данная проблема была обострена, когда отечественные компании захлестнула волна рейдерских атак из-за пробелов законодательстве. Однако она остается нерешенной и на сегодняшний день,

поскольку существует множество мошеннических «серых» схем недружественных, которые позволяют обойти действующие нормативно-правовые акты и осуществлять поглощение компаний против воли собственников. Здесь же стоит отметить, что правовое регулирование сделок слияний и поглощений связано с внесением поправок в ФЗ «Об акционерных обществах» в 2006 году²³.

- Концентрация сделок в отдельных отраслях промышленности. Отраслевая структура российских слияний и поглощений весьма ограничена. Большинство сделок проходит в отраслях тяжелой промышленности, телекоммуникаций, строительства и девелопмента. На диаграммах ниже отображены доли отраслей на российском рынке слияний и поглощений по итогам 2016 года (Рис. 6).



Рисунок 6 Удельный вес отраслей на рынке М&А. Источник: официальный сайт информационного агентства АМ&К. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://mergers.akm.ru> (дата обращения – 22.04.2017г.)

Легко заметить, что на рынке слияний и поглощений представлено ограниченное число отраслей. Однако здесь есть ряд отличий от фондового рынка. Если на фондовом рынке котируются преимущественно нефтегазовые компании, то на рынке М&А лидерами по числу сделок являются торговые и строительные компании. Также на рынке слияний и поглощений представлено больше отраслей, чем на фондовом рынке. Соответственно, благодаря методу сделок, применение сравнительного подхода становится более реальным. Однако, стоит отметить, что рынок М&А в значительной степени является закрытым и информация по суммам сделок и мультипликаторам остается недоступной. Ограниченность отраслей, в рамках которых происходят слияния и поглощения, существенно затрудняют поиск информации для оценки компаний, которые ведут свою хозяйственную деятельность в других сферах.

²³ Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1995г. «Об акционерных обществах» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 2006. №31. – ст. 3454.

В заключение параграфа, стоит сказать о перспективах развития данного рынка. Начало 2017 года охарактеризовано взрывным ростом рынка, оживлением некоторых отраслей и опережением аналогичных показателей предыдущего года в 2-4 раза²⁴». Изменившаяся политическая ситуация в мире, связанная с приходом к власти нового президента США, возможная отмена санкций и постепенное улучшение макроэкономической ситуации в стране после событий 2014 года дают почву для положительных прогнозов относительно российского M&A- рынка. По мнению экспертов, оптимистические тенденции сохранятся в течение всего года, если экономика не столкнется с радикальными потрясениями²⁵. Здесь же стоит отметить, что на данном этапе рост рынка происходит во внутренней среде, так как слабая национальная валюта не позволяет отечественным компаниям инвестировать в зарубежные активы.

Изучив особенности развития фондового рынка и специфику рынка M&A, можно сделать вывод о сложностях применения сравнительного подхода на практике для оценки российских компаний. Во-первых, это относительно молодой национальный фондовый рынок, который является основным источником информации при реализации метода рынка капитала. Поиск информации по отраслям может быть затруднителен, потому как значительную долю российского фондового рынка представляют компании нефтегазовой отрасли. Схожая ситуация прослеживается и на рынке слияний и поглощений, большинство сделок заключаются в нескольких отраслях.

Для того, чтобы компенсировать нехватку ценовой информации для реализации расчетов, приходится анализировать зарубежные рынки и искать компании-аналоги среди зарубежных компаний. Каждая страна имеет особенности ведения бухгалтерского учета и методики вычисления определенных коэффициентов, в связи с этим возникают сложности в выборе мультипликаторов, которые дадут сопоставимые результаты. Помимо всего прочего экономические системы разных стран развиваются с разной скоростью, поэтому на практике рассчитанные мультипликаторы могут значительно отличаться друг от друга. Очевидно, что норма доходности для инвестиций в страны с развитой экономикой выше доходности инвестиций в компании развивающихся стран. Следовательно, разброс значений мультипликатора P/E по зарубежным аналогам, может оказаться существенным, а полученные данные не сопоставимыми. Для того, чтобы устранить разброс, необходимо вычислять норму дисконта для каждой компании и сопоставлять её со ставкой дисконта в стране, где

²⁴ Официальный сайт информационного агентства АК&М. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://mergers.akm.ru> (дата обращения – 1.05.2017).

²⁵ Анализ сделок слияний и поглощений в потребительском секторе за 2016 год и прогнозы на 2017 год. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.deloitte.com/ru/ru/pages/consumer-business/articles/2017/consumer-products-m-and-a-insights.html> (дата обращения - 29.04.2017).

функционирует объект оценки. Идея применения зарубежных аналогов несколько усложняет процедуру расчетов необходимостью внесения дополнительных корректировок, однако она помогает реализовать методы сравнительного подхода при оценке компаний, которые не имеют аналогичных публичных компаний на изучаемом рынке. Однако наличие публичных компаний на зарубежных рынках еще не гарантирует возможности осуществления расчетов, так как бывает сложно найти информацию о финансовых результатах деятельности компании на доступных для понимания языках или ввиду условностей законодательства разных стран. Поэтому отсутствие качественной информации о компаниях-аналогах менее развитых отраслей зачастую является причиной отказа от реализации подхода на практике применительно к оценке бизнеса.

Глава 3. Реализация методов сравнительного подхода для расчета рыночной стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит»

3.1. Описание объекта оценки и обзор отрасли

Данная глава посвящена демонстрации результатов, полученных при оценке стоимости ПАО «Магнит» при помощи методов сравнительного подхода. Для оценки был выбран именно этот холдинг по ряду причин. Во-первых, компания продемонстрировала взрывной рост за несколько лет и смогла занять позицию лидера на рынке продуктового ритейла в России. Акции компании активно торгуются на российском фондовом рынке, сеть компаний входит в десятку самых капитализируемых компаний страны, разместившись на 8 месте²⁶; Первичный выпуск акций компании на рынок был в 2006 году, менее чем за 10 лет компания показала ошеломительные темпы роста капитализации, в десятки раз превышающие прибыль компании. При этом холдинг вызывает интерес не только у отечественных инвесторов, но и является привлекательным объектом вложений иностранного капитала. Здесь же стоит отметить, что доля акций в свободном обращении у компании одна из самых высоких в стране. Так как концентрация российского рынка замечена в отраслях добывающей промышленности, финансового сектора и телекоммуникаций – отрасль торговли является нетипичной для данного явления, но от этого не менее интересной для проведения расчетов.

Итак, выбранная для оценки компания существует на рынке с 1994 года, основана была в городе Краснодар. Освоение рынка началось с продажи бытовой химии и косметики, позже – создания сети продуктовых магазинов и захвата российского рынка продуктового ритейла. Так как доходы жителей России распределены неравномерно по регионам и субъектам, в настоящее время компания организует свою деятельность в нескольких форматах. По данным компании на конец 2016 года, сеть состоит из 14059 магазинов, из них 75% - магазины «у дома», 21% - магазины «Магнит косметик» и 4% представлено на рынке гипермаркетами и магазинами в формате «Магнит Семейный». Сеть магазинов «Магнит» сегодня – быстрорастущий гигант на рынке розничной торговли.

Территориальный охват деятельности компаний очень широк. Магазины сети можно встретить крупнейших Федеральных округах, в том числе Центральном, Северо-Западном, Уральском и пр. Всего компания насчитывает около двух с половиной тысяч населенных пунктов, 67% из которых не являются крупными городами. Данная информация позволяет не

²⁶ РИАрейтинг: Самые дорогие публичные компании России – 2017. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://riareiting.ru/corporate_sector/20170131/630054698.html (дата обращения - 26.04.2017).

только сделать выводы о масштабах деятельности холдинга, но и указать на его социальную значимость, ведь компания является одним из крупнейших частных работодателей страны.

Эффективное управление компанией осуществляется благодаря мощной системе логистики, которая позволяет быстро транспортировать товары в магазины по всей стране при помощи собственного автомобильного парка. Созданная сеть дистрибьютеров, состоящая из распределительных центров в различных городах России, способствует сохранению свежести и качества продукции. Перспективы роста компании не ограничены количеством открытых магазинов и масштабами деятельности в пределах России. По последним данным, сеть «Магнит» планирует запуск сети аптек на базе уже существующих магазинов²⁷, что в перспективе положительно скажется на темпах роста выручки холдинга.

Обобщив вышеизложенную информацию, можно сделать вывод о том, что объект оценки осуществляет свою деятельность в отрасли сетевой розничной торговли и ритейла.

Розничная торговля является финальной стадией в процессе движений товаров. На данном этапе продукт приобретает конечного потребителя. В настоящее время успешно развитая сеть с достаточным количеством торговых точек сама по себе способна стимулировать сбыт продукции за счет потенциального увеличения визуальных «контактов» покупателей с товарами на полках в магазинах. Социальная значимость продуктовой розничной торговли очевидна, ведь покупатели посещают продуктовые магазины несколько раз в неделю. Во-первых, население нуждается в удовлетворении потребности в употреблении пищи, а во-вторых, многие продукты первой необходимости (хлеб, молочные продукты) имеют короткий срок годности и быстро портятся. К тому же, исторические события прошлого века не дают забыть, что катализатором революции 1917 года стали перебои в поставках продуктов, в том числе хлеба, поэтому развитие современного государства невозможно без эффективно работающей розничной продуктовой сети. Рассмотрим основные тенденции и динамику отрасли на современном этапе и степень влияния на неё макроэкономической ситуации в стране.

Экономический рост в 2010–2013 гг. привел к существенному повышению уровней средней зарплаты и располагаемого дохода и способствовал более равномерному распределению материальных благ. В 2014 г. темпы роста замедлились, а с резким падением цен на нефть и введением экономических санкций и ответных российских санкций еще больше снизились во втором полугодии 2014 г. К началу 2015 г. в российской экономике началась рецессия; снижение ВВП по итогам года составило 3,7%. 2014 год был отмечен высоким уровнем инфляции, быстрым повышением цен и снижением покупательской способности.

²⁷ РБК: один из крупнейших ритейлеров откроет сеть аптек. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://quote.rbc.ru/news/company/27/03/2017/58da13949a79476f5f63d747> (дата обращения - 27.04.2017).

Результатом экономического спада стал и существенный рост на продукты питания отечественных производителей, а количество импортных товаров на полках магазинов очень быстро сокращалось. Однако выручка федеральных торговых сетей росла в динамике, несмотря на проявления кризиса. Обусловлено это тем, что продукты питания – являются товарами первой необходимости для покупателей, поэтому положение крупных ритейлеров в отрасли оставалось было более выигрышным. Очевидно, что население не откажется от покупки продуктов, а будет пытаться экономить и чаще участвовать в промо-акциях, например. Такой формат организации торговли выгоден только для крупных игроков рынка, что еще раз указывает на стабильность в их деятельности. Крупные торговые точки, чтобы удерживать лидерство, стараются также интенсивно увеличивать промо предложения: в 2015 году, по скидкам было продано 45% объема.

Помимо увеличения оборота продукции, драйвером роста выручки крупнейших сетей стали высокие темпы инфляции, которая в январе 2016 года находилась на уровне 2%, а по результатам 2014 года – 11,4%. В итоге рублевая выручка «Магнита» за 2014 год выросла на 31,71%, «X5 Retail Group» – на 18,6%, «Ленты» – на 34,5%, «О'Кей» – на 8,9%. В таблице ниже можно увидеть относительные темпы роста выручки в динамике у ведущих федеральных торговых сетей.

Среди современных операторов розничной торговли выделяются семь крупнейших игроков: «Магнит», «X5 Retail Group», «Лента», «О'Кей», «Дикси», «Ашан» и «METRO Cash&Carry».²⁸ На диаграмме ниже (Рис. 7) представлены данные о доле рынка у каждого из ритейлеров на начало 2016 года.

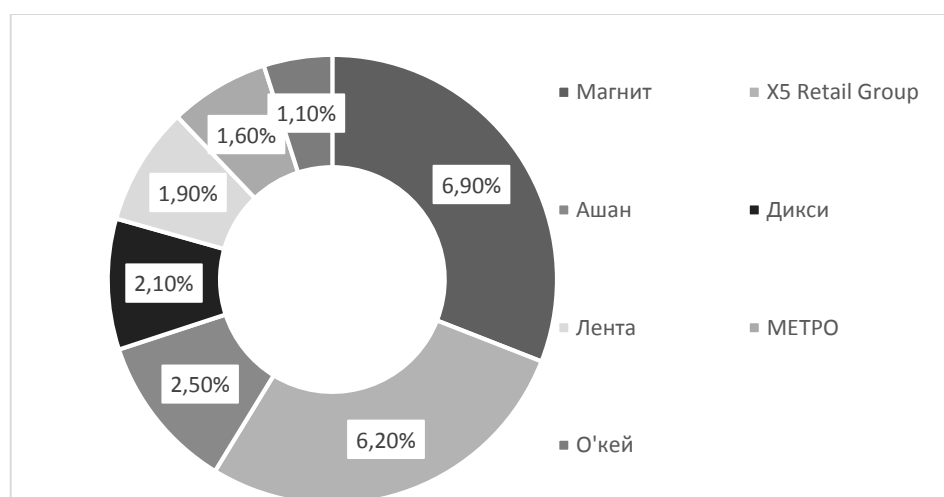


Рисунок 7 Доля ТОП-7 ритейлеров на рынке продуктовой розничной торговли в начале 2016г. Составлена по данным обзора «Российский ритейл: итоги 2015г».

²⁸ Российский ритейл: итоги 2015г. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.ranational.ru/sites/default/files/analytic_article/Retail%202015%20-%204.pdf (дата обращения – 28.04.2017).

Здесь стоит сделать оговорку, что по итогам 2016 года доля игроков на рынке не существенно, но изменилась. По последним данным, холдинг «X5 Retail Group» незначительно вырвалась вперед и сместила торговую сеть «Магнит» с позиции лидера, которую компания занимала на протяжении нескольких лет.

Если рассматривать отрасль розничной торговли в целом, доли их форматов в России на начало 2016 года выглядят следующим образом (Рис. 8):

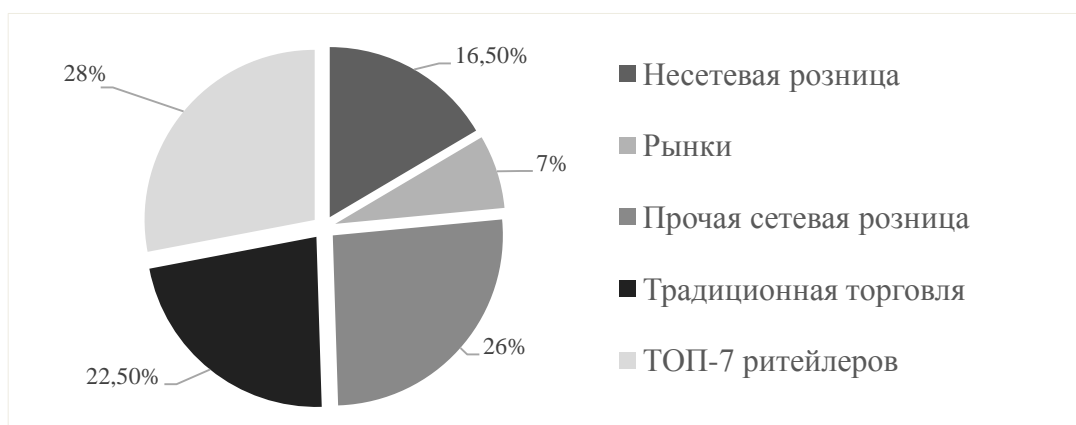


Рисунок 8 Удельный вес различных форматов розничной торговли в России в начале 2016 года. Составлено по данным информационного агентства INFOnline.

По итогам 2015-2016 гг. в рассматриваемой отрасли наметились следующие тенденции:

- Постепенная стабилизация цен на продукты пришла на смену сильной волатильности и увеличение доли товаров отечественного производителя на полках по причине реализации политики импортозамещения в условиях действующих экономических санкций в отношении России. Несмотря на это, потребление падает из-за низких темпов роста доходов населения.
- Рост выручки наблюдается в реальном выражении и во многом обеспечен темпами инфляции, так как физический объем реализованной продукции снижается на фоне экономического кризиса.
- Консолидация активов на рынке продуктового ритейла продолжается и приводит к тому, что крупнейшие игроки продолжают увеличивать долю на рынке. Важным событием в отрасли в 2016 года стала крупнейшая М&А-сделка по поглощению финской сети «К-Руока» сетью «Лента»²⁹.
- Макроэкономическая ситуация способствует укреплению позиций крупных торговых сетей и вытесняет наименее успешных ритейлеров с рынка. Так, с момента начала

²⁹ Печали и радости российского ритейла: итоги 2016 года. [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://newretail.ru/business/pechali_i_radosti_rossiyskogo_riteyla_itogi_2016_goda1527/ (дата обращения – 28.04.2017).

кризиса 2014 рынок насчитывает как минимум на 18 игроков меньше, хотя их доли были незначительными.

- Впервые за несколько лет произошла смена лидера в отрасли. Компания «Магнит» уступила лидерство X5 Retail Group в первом полугодии 2016 года по темпам роста выручки³⁰. По мнению экспертов РБК, основная причина кроется в географии расположения магазинов, так как ухудшение качества жизни и снижение доходов коснулось население маленьких городов в большей степени. Разница выручки в абсолютном выражении составила 20 млрд. рублей (без учета финансовых результатов сети «Магнит косметик») по итогам года.

Рост популярности «дискаунтеров» и магазинов в формате «у дома» на рынке, связанных с изменением стратегии поведения покупателя. В натуральном выражении по итогам 2015 года зафиксировано увеличение оборота на уровне 8%. По оценкам экспертов, покупатели стали реже посещать крупные магазины и гипермаркеты по причине большого разнообразия товаров. По статистике, число товарных позиций в чеке из гипермаркета значительно больше, а значит средний чек выше, несмотря на возможные акции и специальные предложения. Кризис в России еще не преодолен, поэтому стремление экономить будет сохраняться у российских потребителей в ближайшие годы. Доля выручки от магазинов данного формата для всех сетей крайне велика и составляет 76%, 79% и 68% для «Магнита», «Дикси» и «X5 Retail Group» соответственно. Сеть дискаунтеров «Пятерочка» генерирует основную долю доходов в данном канале и в условиях кризиса становится основным конкурентным преимуществом продуктовой сети «X5 Retail Group».

Таким образом, несмотря на кризисную ситуацию в экономике, крупнейшие компании отрасли, имея доступ к заемному финансированию, чувствуют себя уверенно. Особенно компании с магазинами формата «у дома»: «Дикси», «Пятерочка» и «Магнит». Они могут более гибко подстраиваться под конъюнктуру и настроения рынка, предлагая покупателям различные акции и изменяя рекламные компании в сторону удовлетворения ценовых предпочтений. Несмотря на падение спроса и объема продаж в физическом выражении, сетевые компании ищут способы эффективно развиваться, расширяя торговые площадки, в то время как мелкие ритейлеры вынуждены покидать рынок, не выдерживая конкуренции, или вносить существенные корректировки в планы своего развития из-за нехватки источников финансирования.

³⁰ РБК Исследования рынков: обзор и тренды рынка FMCG-ритейла в России [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.retail-loyalty.org/news/rbk-issledovaniya-rynkov-obzor-i-trendy-rynka-fmcg-riteyla-v-rossii/> (дата обращения – 28.04.2017).

3.2. Расчет стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит» сравнительным подходом

Объектом оценки является 100% пакет акций одного из крупнейших ритейлеров отечественного рынка розничной торговли ПАО «Магнит» по состоянию на 1.01.2017г. Для реализации сравнительного подхода в целях получения информации о рыночной стоимости объекта оценки было принято решение применить все существующие методы по возможности.

В рамках метода рынка капитала был проведен анализ компаний-аналогов, в том числе иностранных, которые в большинстве своем представлены на российском рынке. Для применения метода сделок проведен анализ рынка слияний и поглощений в России и мире в отрасли розничной торговли. Результаты выборки оказались малоинформативными по причине закрытости источников, так как в некоторых случаях не раскрывалась информация даже о спецификации компаний розничной торговли (одежда/продукты питания/бытовая химия и пр.), участвующих в сделке. Был проведен тщательный анализ ценовой информации и отбор сделок, в которых принимали участие компании, сопоставимые с объектом оценки. Ввиду отсутствия информации накопленных статистических данных о мультипликаторах в соответствующей отрасли для российских компаний, реализация метода отраслевых коэффициентов на практике оказалась затруднительной. В результате метод отраслевой специфики был реализован на основе мультипликаторов, предложенных А. Дамодараном для зарубежных торговых сетей и информационным порталом mergers.ru.

Таким образом, в процессе поиска необходимых данных и реализации расчетов оказалось, что наиболее информативным методом для оценки пакета акций ПАО «Магнит» сравнительным подходом является метод рынка капитала.

Результаты применения всех методов сравнительного подхода к оценке стоимости собственного капитала ПАО «Магнит» представлены далее.

Метод рынка капитала

Для реализации данного метода нам необходима информация о публичных акционерных обществах из рассматриваемой отрасли, ценные бумаги которых котируются на бирже. Анализ листинга акций Московской Биржи показал, что на российской бирже представлено ограниченное число игроков, поэтому для оценки капитализации компании принимались во внимание фондовые биржи развитых стран. Для того, чтобы получить нужное число аналогов, по которым можно осуществить объективный расчет, были

проанализированы зарубежные компании, так как не все российские ритейлеры размещают свои ценные бумаги на торговых площадках.

Для оценки рыночной стоимости компании ПАО «Магнит» были выбраны следующие 6 аналогов:

1) ПАО «Дикси Групп» - продуктовая розничная сеть, существующая на отечественном рынке более 20 лет³¹. История компании началась в 1992 году с открытия первой торговой точки в Москве, в 2005 году внедряет на рынок собственные торговые марки, а в 2011 году компания замкнула тройку лидеров среди ритейлеров России. По состоянию на конец 2016 года – сеть представлена 2802 магазинами на 953 тыс. кв. м. ПАО «Дикси Групп» состоит из магазинов «у дома» (82% выручки), сети супермаркетов «Виктория», сконцентрированных в Москве и субъектах Северо-Западного федерального округа (12% выручки) и сети магазинов «Мегамарт» на территории Уральского федерального округа (6% выручки, соответственно). Территориальный охват деятельности компании захватывает около 800 населенных пунктов страны. В 2007 году компания успешно провела размещение акций на российских фондовых биржах, в ходе которого привлекла 360 миллионов долларов США.

2) X5 Retail Group – по праву считается одним из крупнейших холдингов, который состоит из розничных мультиформатных ритейлеров. Компанию стоит оценивать, как главного конкурента ПАО «Магнит», так как на эти компании приходится максимальная доля на рынке розничной торговли. Компания разрасталась с 2006 года, в основном за счет слияний и поглощений. Первым этапом в создании торговой сети стало слияние «Пятерочки» и супермаркетов сети «Перекрёсток». В разное время в состав компании вошли «Копейка», «Карусель», SPAR, 365, «Патэрсон», «Перекресток Экспресс», «Остров» и др.³². По итогам 2016 года компания впервые за несколько лет вновь стала лидером по объему продаж продуктов питания. В условиях кризисной экономики и сменившейся стратегии поведения покупателей «золотой жилой» компании является сеть дискаунтеров «Пятерочка», которая генерирует значительную прибыль компании. Управляющая компания холдинга базируется в Амстердаме, акции эмитента активно торгуются на фондовой бирже в Лондоне.

3) METRO GROUP — холдинг, основанный в конце 1996 году в Германии посредством слияния нескольких компаний формата мелкооптовой торговли Cash&Carry³³. Акции компании размещены на главной торговой площадке Германии – Франкфуртской

³¹ Официальный сайт ГК «ДИКСИ». [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.dixygroup.ru/who-we-are/our-history.aspx?sc_lang=ru-RU (дата обращения - 29.04.2017).

³² Официальный сайт компании X5. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.x5.ru/ru/Pages/About.aspx> (дата обращения - 29.04.2017).

³³ Официальный сайт METRO AG. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.metro-cc.ru/o-kompanii> (дата обращения - 29.04.2017).

бирже. За время своего существования компания динамично наращивала свой потенциал и смогла стать лидером мелкооптовой торговли в Европе и мире. Компания ориентирована на клиентов-представителей малого и среднего бизнеса и позиционирует себя поставщиком качественного сырья по доступным ценам. Торговая сеть представлена 750 центрами на территории 25 стран мира. Первые торговые центры METRO Cash&Carry были открыты в Москве в 2000 году, с тех пор компания увеличило число торговых площадок до 90 и охватила 50 регионов РФ. Несмотря на ориентированность компании на представителей бизнеса, холдинг входит в ТОП-7 продуктовых ритейлеров, выручка компании составляет примерно 2% от суммарного рынка по отрасли.

4) Группа О'кей – розничная сеть продуктовых магазинов «О'кей Экспресс», дискаунтеров «ДА!» и гипермаркетов «О'кей». Материнская компания холдинга базируется в Люксембурге, в то время как торговые площади ритейлера сконцентрированы в Москве и Санкт-Петербурге. В Настоящее время в сети открыто более 100 магазинов и 7 миллионов постоянных покупателей в крупнейших городах Центральной России, на Урале и в Сибири. Помимо количественного расширения, компания реализует стратегии интенсивного роста: в 2015 году компания открыла службу доставки продуктов из гипермаркетов на дом в Москве³⁴, а в 2016 году доставка заработала и на всей территории Санкт-Петербурга. Ценные бумаги описываемого эмитента торгуются на Лондонской бирже с 2010 года, а в конце декабря 2016 года появилась информация о возможной продаже сети³⁵. По данным газеты «Деловой Петербург» возможными покупателями могут стать французский холдинг «Ашан» или ПАО «Лента», однако на рынке слияний и поглощений в настоящее время отсутствует информация о статусе сделки с данным объектом.

5) Morrisons – четвертая по величине сеть супермаркетов в Великобритании, занимающая более 11% рынка розничной торговли. Компания была основана в 1899 году и фокусировалась на продаже яиц с сливочного масла³⁶. Позже компания расширяла зоны влияния путем слияния с мелкими ритейлерами и кооперации с крупными автостоянками. По данным 2016 года, масштабы сети представлены 500 супермаркетами на севере Англии, расширяясь к южной части государства. В России магазины холдинга не представлены, однако холдинг отобран в качестве аналога по причине сопоставимости финансовых показателей с другими аналогами. Помимо перепродажи продуктов питания, холдинг занимается

³⁴ Официальный сайт ОКЕЙ ГРУП. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://okmarket.ru/about/index.php> (дата обращения - 29.04.2017).

³⁵ Деловой Петербург: Акционеры «О'Кей» ведут переговоры о продаже бизнеса» [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://www.dp.ru/a/2016/12/20/Akcioneri_seti_Okej_ve (дата обращения - 28.04.2017).

³⁶ Официальный сайт торговой сети Morrisons. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://your.morrisons.com/Help-and-information/Useful-information2> (дата обращения - 29.04.2017).

собственным производством более 16 видов продукции. Данный факт можно интерпретировать как сходство с оцениваемой компанией, так как ПАО «Магнит» имеет собственный тепличный комплекс в Краснодарском крае и занимается производством овощей и фруктов для последующей перепродажи в розничной сети.

6) Lenta LTD – материнская компания, управляющая федеральной торговой сетью «Лента» в России. Выбранный ритейлер начал свою деятельность в сфере мелкооптовой торговли cash&carry, позже формат был изменен на гипермаркеты. Входит в пятерку лидеров на российском рынке по объему продаж по итогам 2016 года. Выход на Московский рынок розничной торговли компания совершила в новом для себя формате – супермаркетов; экономический эффект оказался положительным и данный формат занял своё место в холдинге наравне с гипермаркетами. Если говорить о территориальном охвате, магазины сети расположены в основном в центре страны и 77 крупных городах³⁷, однако компания стабильно наращивает свой потенциал и выходит на новые рынки. Важным событием в развитии компании стало приобретение финской сети гипермаркетов К-Руока (11 торговых площадок в Санкт-Петербурге и области), что помогло увеличить долю компании на рынке в данном регионе³⁸. Первичное размещение акций на бирже компания провела в начале 2014 года одновременно на фондовой бирже в Лондоне и Московской бирже.

В Таблице 2 представлены показатели, характеризующие деятельность отобранных аналогов по результатам 2016 года.

Таблица 2 Финансовые результаты хозяйственной деятельности компаний-аналогов на 31.12.2016г. (млн. руб.). Составлена по данным информационного агентства Bloomberg.

Аналог	BVA	SALES	EBITDA	EBIT	EARNING	Net Debt	CASH	P	EV
Дикси	98 664,6	311 237,5	9 844,9	1 117,0	-2 562,7	32 882,2	4 104,3	34 210,5	62 988,4
METRO	918 716	3 838 600	141 048	46 087	43 559	539 740	324 093	589 257	804 904,0
X5 Retail Group	473 485,0	1 033 667,0	76 267,0	45 631,0	22 291,0	156 033,0	18 190,0	539 463,0	677 306,0
О'кей	93 093	175 470,7	9 226,2	4 676,2	3 501,0	36 295,2	11 463,5	32 638,8	57 470,5
Morrisons	802 921,0	1 125 800,0	-20 687,0	-46 596,0	-	265 135,0	25 366,0	442 137,0	681 906,0
Lenta LTD	226 170,2	306 352,1	31 590,9	23 896,4	11 202,0	102 201,1	13 037,8	244 281,6	333 444,9

На основе полученной финансовой информации был произведен расчет основных мультипликаторов. Учитывая необходимость анализа показателей хозяйственной

³⁷ Официальный сайт сети гипермаркетов «Лента». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.lenta.com/page/11/> (дата обращения - 29.04.2017).

³⁸ ВЕДОМОСТИ: Финские гипермаркеты «К-Руока» через две недели станут «Лентой». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/11/25/666889-k-ruoka-lenti> (дата обращения - 29.04.2017).

деятельности зарубежных аналогов, принято решение об использовании мультипликаторов, рассчитанных на основе данных отчетов о финансовых результатах для того, чтобы избежать трудностей в сопоставлении мультипликаторов из-за различий методологий учета в разных странах, которые значительно влияют на балансовые величины, были отобраны следующие мультипликаторы:

- **EV/ Sales** – расчет данного мультипликатора не должен вызывать сложностей, так как информация по выручке является высоко доступной и публикуется компаниями.
- **EV/EBITDA** – применение данного мультипликатора обусловлено капиталоемкостью отрасли и существенными величинами амортизации, так как строительство и содержание огромных торговых площадей требует значительных вложений капитала;
- **EV /BVA** – целесообразность применения обусловлена тем, что оценивались компании с различной стоимостью активов. Расчет данного показателя помог определить примерную долю инвестированного капитала в балансе компании и упростил процесс отбора аналогов;
- **P/E** – рассчитывался, но принимался во внимание только для российских аналогов, так как чистая прибыль – величина, которая сильно зависит от условностей бухгалтерского учета, продиктованных учетной политикой предприятия и применяемыми стандартами бухгалтерского учета. Предполагая, что различие методологий учета в компаниях, базирующихся в разных странах, приведет к большому разбросу значений и трудностям в их интерпретации, данные значения не интерпретировались для зарубежного аналога.

Ниже представлены полученные значения выбранных мультипликаторов (Табл. 3). Для того, чтобы уменьшить разброс данных, было принято решение исключить из расчетов усредненных мультипликаторов минимальные и максимальные значения, которые существенно отличались от большинства.

Таблица 3 Основные мультипликаторы по компаниям-аналогам. Рассчитано по данным информационного агентства Bloomberg.

Наименование аналога	EV / Sales	EV / BVA	EV / EBITDA	P/E
ОАО "Дикси Групп"	0,20	0,64	6,40	-13,35
METRO Cash&Carry	0,21	0,88	5,71	13,53
X5 Retail Group	0,66	1,43	8,88	24,20
О'кей	0,33	0,62	6,23	9,32
Morrisons	0,61	0,85	-32,96	-
Лента	1,09	1,47	10,56	21,81
Медиана	0,47	0,86	6,31	13,53

Далее произведен расчет стоимости инвестированного и собственного капитала объекта оценки. Для вычисления рыночной стоимости собственного капитала инвестированный капитал компании был скорректирован на величину денежных средств и краткосрочных финансовых вложений и сумму долгосрочной задолженности. Полученные данные в рамках метода рынка капитала представлены в следующей таблице (Табл. 4).

Таблица 4 Расчет рыночной стоимости капитала ПАО "Магнит" в рамках метода компании аналога.

Мультипликаторы	EV / Sales	EV / BVA	EV / EBITDA	P/E
Средние значения (медиана)	0,47	0,86	6,31	13,53
EV (ПАО «Магнит»), млн. руб.	501523,1	392455,6	653496,8	-
P (ПАО «Магнит»), млн. руб.	390692,4	281624,9	542666,1	736033,5

В результате проведенных расчетов был получен широкий диапазон значений стоимости компании. Объективно оценивая положение компании на рынке, было принято решение исключить из выборки наименьшее значение. Так как объектом оценки является 100% пакет акций компании, необходимо применить премию за контроль. Исходя из среднерыночных значений, рассчитанных статистическими методами, среднее значение премии за контроль составляет 30%³⁹. Таким образом, с учетом премии за контроль в рамках метода компании-аналога был получен интервал стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит» от 507,9 млрд. рублей до 956,9 млрд. Среднее значение стоимости составляет 723,4 миллиардов рублей.

Метод сделок

Источником информации в данном случае является рынок слияний и поглощений в России. Предполагая, что в процессе поиска могут возникнуть с размещением необходимой информации в открытом доступе, было принято решение расширить поиск сделок в рамках рынка M&A Западной и Восточной Европы. Информация по сделкам слияний и поглощений отбиралась по данным информационного агентства Bloomberg. Основными критериями поиска были завершенные сделки, осуществленные в течение последних 2 лет (1.01.2015 - 31.12.2016гг.) и соответствующие определенному виду деятельности (торговля оптовая и розничная продуктами питания). При наличии территориальных ограничений, в частности – по рынку России, был сформирован результат из 3 сделок, по двум из которых не раскрывалось никакой информации, кроме факта совершения сделки и даты. После снятия

³⁹ Mergerstat: Control Premium study. 2016 [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.bvresources.com/docs/default-source/sample-reports/control-premium-study-quarterly-report.pdf> (дата обращения – 2.05.2017).

региональных ограничений была сформирована выборка из 158 сделок, из которых минимальный объем информации был раскрыт в 20% случаев. В результате тщательного анализа имеющейся информации, выяснилось, что далеко не все компании, которые являлись целью поглощений и объектами слияний, являлись аналогами оцениваемой компании, поэтому изучение этих сделок оказалось бессмысленным.

Второй площадкой для изучения динамики сделок слияний и поглощений в отрасли был информационный аналитический портал Mergers, который занимается изучением российского M&A-рынка. Результатом поискового запроса за два прошедших года по отрасли «Услуги/Торговля» стали 29 сделок в сумме на 1709,73 млн. долларов, причем только 13 были завершены (информация по параметрам сделки предоставляется на коммерческой основе), 7 из них были отменены, а остальные находились на стадии оформления или переговоров.

Таким образом, следует отметить, что сделки в данной отрасли не носят регулярный характер и являются эпизодическими. Помимо всего прочего, во втором случае запрос формировался по отрасли, которая намного шире, чем сфера деятельности оцениваемой компании, поэтому по причине отсутствия открытой информации по продавцам и покупателям, мы не можем отобрать подходящие сделки и, следовательно, утверждать о репрезентативности выборки. В результате длительного поиска информации были отобраны данные терминала Bloomberg по ценам сделок и мультипликаторам, аналогичных тем, что применялись в методе рынка капитала. Для реализации метода сделок были взяты значения мультипликаторов, предлагаемые информационным агентством Bloomberg, в связи с тем, что самостоятельный расчет был невозможен в силу отсутствия информации о выручке и прочих результатах деятельности компаний, активы которых были проданы. Далее в таблице 5 представлена информация, которую удалось найти в открытом доступе.

Таблица 5 Информация о сделках с рынка M&A. Источник: информационное агентство Bloomberg.

№	Продавец	Покупатель	Доля	Дата сделки	P/Sales	P/EBITDA	Р продажи
1	Trillion Grand Corporate	Nation Wealth Holding	100%	28.12.2015	0,43	3,98	€ 2 002 600,00
2	Wellness Foods Ltd	The Hain Celestial Group Inc	100%	22.12.2015	0,19	4,6	€ 103 900,00
3	Silver Ocean BV	METRO AG	100%	21.12.2015	0,63	6,4	не раскрыта
4	DIXY Group	Private Investor	33%	12.10.2015	0,44	5,96	1 830 000,00 Р
5	A&NN Capital Fund Management Ltd	X5 Retail Group	100%	05.05.2015	0,19	4,13	не раскрыта
6	A&NN Capital Fund Management Ltd	Eurocash SA	100%	18.03.2016	0,19	4,13	не раскрыта
7	Private Investor	Ajinomoto Com Inc	100%	15.11.2016	0,46	7,55	не раскрыта

Продолжение Таблицы 6

8	Enterprice Investors Sp Zoo	Mid Europa Partner	100%	23.11.2016	0,44	13	€ 533 000 000,00
9	Umico OOO	Komos Group OOO	100%	29.04.2016	0,2	6,35	не раскрыта
10	Delhaize Group SCA	Koninklijke Ahold Delhaize NV	100%	25.07.2016	0,46	8	€ 11 828 340 000,00
11	Urban Fresh Foods Ltd	Lotus Bakeries	100%	17.12.2016	0,44	6,66	€ 97 300 000,00
12	ICA Eiendom Norge AS	UNION Eiendomskapital AS	100%	02.12.2016	0,44	6,7	\$ 239 400 000,00

Далее по мультипликаторам была рассчитана медиана, для того, чтобы сгладить имеющиеся колебания в значениях. В таблице 6 представлены медианные значения мультипликаторов и варианты полученной стоимости инвестированного и собственного капитала в соответствии с методом сделок.

Таблица 6 Результаты оценки рыночной стоимости капитала ПАО "Магнит" по методу сделок.

Мультипликатор	Значения	EV	P
P/Sales (медиана)	0,44	472917,104	362086,4
P/EBITDA (медиана)	6,375	659855,85	549025,15
EBITDA (ПАО "Магнит")	103506,8		
Sales (ПАО "Магнит")	1074811,6		

Таким образом, исходя из результатов, полученных вторым методом, средняя рыночная стоимость инвестированного капитала ПАО «Магнит» составляет 566,4 млрд. рублей. Соответственно, если опираться на данные рынка слияний и поглощений, стоимость объекта оценки (100%-го пакета акций компании) находится в диапазоне от 362,4 до 549 млрд. рублей. Здесь же стоит отметить, что интервал рассчитанных значений достаточно широкий; для уточнения результата стоит реализовать на практике и другие подходы к оценке бизнеса, так как расчет единого (среднего) значения стоимости в рамках сравнительного подхода не совсем корректен по причине имеющегося разброса данных.

Метод отраслевых коэффициентов

Еще один метод сравнительного подхода, который предполагает сравнение компании-объекта с предлагаемыми мультипликаторами, усредненными по отрасли. В настоящее время в России этот метод не получил широкого распространения, так как поиск информации по отраслям весьма затруднительный. Одной из причин отсутствия популярности данного метода можно считать тот факт, что фондовый рынок России относительно молод, поэтому сбор необходимой информации зачастую невозможен по причине её отсутствия. Для применения данного метода были использованы мультипликаторы, которые предлагает Асват Дамодаран,

и произведены расчеты на основе предлагаемых значений по отраслям «Retail (Grocery&Food)» и «Retail (General)». Было принято решение посчитать и сравнить мультипликаторы по двум отраслям в связи с тем, что помимо продуктов питания в магазинах оцениваемой компании можно встретить продукты бытового назначения, бюджетную одежду, посуду и т.д. Далее в тексте отражены результаты расчетов по методу отраслевых коэффициентов (Табл. 7).

Таблица 7 Метод отраслевых коэффициентов. Составлена по данным А. Дамодарана. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения – 1.05.2017)

	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV(EBITDA)	EV(EBIT)
Retail (General)	7,92	13,24	819773,86	1028497,76
Retail (Grocery and Food)	8,78	20,34	908789,70	1580033,57
Медиана	8,35	16,79	864281,78	1304265,67
EBIT (ПАО "Магнит"), млн.руб.	77681,1			
EBITDA (ПАО "Магнит"), млн.руб.	103506,8			

Таким образом, диапазон значений инвестированного капитала ПАО «Магнит» по методу отраслевых коэффициентов составляет от 819,7 млрд. рублей до 1, млрд. рублей. Здесь стоит упомянуть о том, что мультипликаторы рассчитывались А. Дамодараном по зарубежным компаниям, поэтому специфика ведения данного бизнеса в России не учтена. В последствии было принято решение исключить из расчетов мультипликатор EV/EBIT, чтобы уменьшить разброс значений и избежать сложностей в сопоставлении результатов, так как ввиду капиталоемкости отрасли применение показателя EBIT более уместно.

В результате, мы получили оценочную стоимость инвестированного капитала компании около 820 млрд. рублей с учетом округления. Далее результат был скорректирован для вычисления рыночной стоимости собственного капитала компании. Таким образом, рыночная стоимость 100%-го пакета акций ПАО «Магнит» составила приблизительно 753,5 миллиарда рублей в соответствии с методом отраслевой специфики. Вспомним еще раз, что мультипликаторы, взятые за основу расчетов, были рассчитаны для зарубежных компаний, существующих в условиях развитых экономик. Этим обусловлены выявленные отличия в полученных результата. Российская экономика на данном этапе относится к развивающейся, поэтому для справедливой интерпретации результатов, вероятно, стоит использовать понижающий коэффициент. Данный факт нельзя упускать из внимания, поэтому решено учесть это во время присвоения весов, характеризующих значимость результата.

Подводя итог, рассмотрим полученные данные по результатам всех методов сравнительного подхода (Табл. 8) и сделаем вывод о стоимости собственного капитала оцениваемой компании по итогам 2016 года.

Таблица 8 Результаты, полученные методами сравнительного подхода. Составлена на основании произведенных расчетов.

	Метод отраслевой специфики	Метод сделок		Метод рынка капитала
Показатель в основе мультипликатора	EBITDA	Sales	EBITDA	Среднее
Стоимость в млн.руб. с учетом округления	753451,1	362086,4	549025,2	723403,24
		Среднее	455555,777	
Удельный вес	0,2	0,3		0,5
Итоговое значение (млн.руб)				649058,57

В таблице 8 представлен расчет более точного значения путем присвоения удельных весов результатам каждого из реализованных методов. Выбранные веса обусловлены степенью информативности и сопоставимостью полученных результатов. Как уже упоминалось выше, метод отраслевой специфики был использован в интерпретации с наименьшим весом, так как мультипликаторы были изначально рассчитаны по зарубежным компаниям, которые существуют в условиях более развитой экономической среды. Наибольшая доля присвоена методы рынка капитала, так как в основу расчетов взяты отечественные аналоги, которые сопоставимы с объектом оценки. С учетом всех описанных ограничений и условий итоговая стоимость собственного капитала ПАО «Магнит» равна 649,058 млрд. руб. (шестьсот сорок девять миллиардов пятьдесят восемь миллионов пятьсот семьдесят тысяч рублей) с учетом округления по состоянию на 1 января 2017 года.

Корреляционно-регрессионный анализ

Помимо приведенных выше расчетов, среднее значение мультипликатора для объекта оценки можно вычислить при помощи математических методов, которые активно применяются в оценке бизнеса; в сравнительном подходе математические методы можно применить посредством факторного анализа и построения уравнения регрессии на основе имеющейся ценовой информации. Корреляционно-регрессионный анализ помогает выявить зависимость между переменной и используемым фактором. В нашем случае, зависимая переменная - значение мультипликатора EV/EBITDA, а исследуемый фактор - рентабельность по рассматриваемой прибыли (EBITDA margin). Источником данных для реализации корреляционно-регрессионного анализа может быть информация, используемая для применения метода сделок и метода рынка капитала. В данном случае целесообразно

использовать информацию из метода рынка капитала, так как отобранные аналоги – российские компании, по которым найти информацию не так затруднительно.

Построим линейное уравнение регрессии на основе ценовой информации по методу рынка капитала и сравним полученные результат. Прежде всего необходимо рассчитать значения выбранного мультипликатора и фактора по отобранным ранее аналогам. При проведении корреляционно-регрессионного анализа из аналогов была исключена зарубежная торговая сеть Morrisons, так как значения рентабельности и мультипликаторов существенно отличались от российских компаний. Таким образом, в Таблице 9 представлены полученные результаты.

Таблица 9 Значения исследуемых факторов. Рассчитана по данным информационного агентства Bloomberg.

	<i>EBITDA margin</i>	<i>EV/EBITDA</i>
ОАО "Дикси Групп"	0,031631471	6,40
METRO Cash&Carry	0,036744646	5,71
X5 Retail Group	0,073782949	8,88
О'кей	0,052579718	6,23
Лента	0,10311958	10,56

Значение парной корреляции выбранных факторов = 0,95, что указывает на прямую зависимость исследуемых величин. Следовательно, имеет смысл построение регрессионной модели в дальнейшем. На основе полученных данных была построена линейная регрессионная модель при помощи пакета MS Excel (Рис. 9).

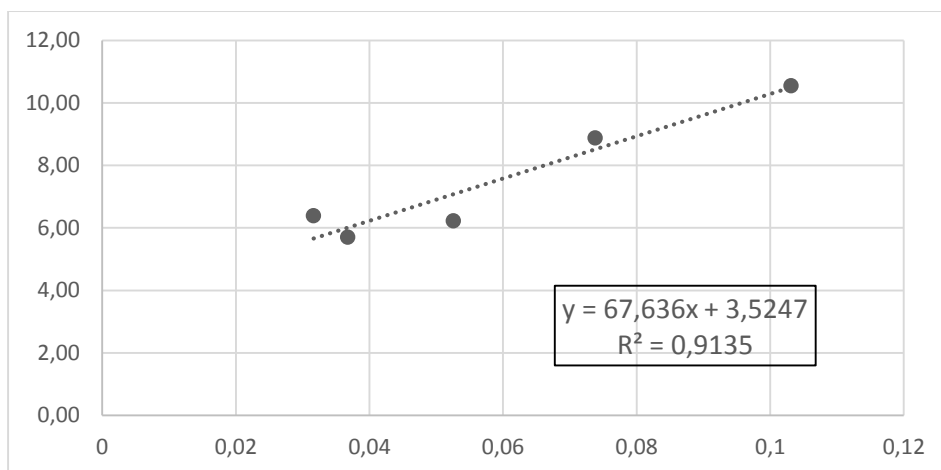


Рисунок 9 Линейное уравнение регрессии, отражающее зависимость мультипликатора EV/EBITDA от показателя EBITDA margin. Составлен по данным, полученным в ходе расчетов.

Таким образом, зависимость выражена уравнением $Y = 67,64 * X + 3,52$, где Y – значение мультипликатора EV/EBITDA, X – EBITDA margin. Коэффициент детерминации, с помощью которого можно оценить качество построенной модели, равен 0,91. Значение

достаточно высокое, следовательно, можно сделать вывод о том, что построенная модель значима. Чтобы в этом убедиться, было принято решение обратиться к функционалу программы GRETЛ и сравнить полученные модели и их качество. Далее на Рис. 10 представлены результаты проверки качества полученной регрессионной модели при помощи метода наименьших квадратов.

Модель 2: МНК, использованы наблюдения 1-5					
Зависимая переменная: EV_EBITDA					
	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	
-----	-----	-----	-----	-----	-----
const	3,52567	0,781912	4,509	0,0204	**
EBITDA_margin	67,6552	12,0101	5,633	0,0111	**
Среднее зав. перемен	7,556000	Ст. откл. зав. перемен	2,078420		
Сумма кв. остатков	1,492482	Ст. ошибка модели	0,705333		
R-квадрат	0,913626	Испр. R-квадрат	0,884835		
F(1, 3)	31,73271	P-значение (F)	0,011067		
Лог. правдоподобие	-4,072200	Крит. Акаике	12,14440		
Крит. Шварца	11,36328	Крит. Хеннана-Куинна	10,04794		

Рисунок 10 МНК-оценка построенной модели. Источник: прикладной программный пакет GRETЛ.

В результате мы получили следующее уравнение: $Y = 67,66 * X + 3,53$. Оно отличается от предыдущего незначительно, поэтому можно сказать, что при помощи двух программных инструментов были получены идентичные результаты. Анализируя информацию, полученную в ходе проверки качества эконометрической модели, мы можем отвергнуть гипотезу о незначимости модели в целом, так как Р-значение очень маленькое. Величина полученных Р-значений говорит о значимости модели и регрессора на 10% уровне. Кроме того, полученные значения коэффициента детерминации, в том числе скорректированного, так же позволяют утверждать, что в целом модель значима и может быть использована для расчетов итоговых значений. В данном случае, коэффициент детерминации указывает, что 91% изменений зависимой переменной (мультипликатора EV/EBITDA) объясняется влиянием рассматриваемого фактора (EBITDA margin). Следовательно, на основе полученного уравнения мы можем осуществить расчет значения мультипликатора для оцениваемой компании, подставив в уравнение значение EBITDA margin для ПАО «Магнит» (Таблица 10).

Таблица 10 Расчет стоимости собственного капитала ПАО "Магнит" на основе полученного уравнения регрессии.

EBITDA margin (ПАО «Магнит»)	0,096
EV/EBITDA (ПАО «Магнит»)	10,038
EV (млн. руб.)	1039022,014
P (млн. руб.)	928191,3145

В результате мы получили стоимость 100%-го пакета акций ПАО «Магнит» равную 928,19 миллиардам рублей. Легко заметить, что полученный результат существенно выше значений, полученных в ходе реализации других методов сравнительного подхода. Здесь же стоит отметить и тот факт, что рентабельность продаж оцениваемой компании в несколько раз превышает аналогичный показатель некоторых компаний-аналогов и составляет 9,6%. Результаты, полученные данным способом, в большей степени соответствуют величине рыночной капитализации компании, которая по итогам 2016 года составила 1,031 триллион рублей.

Таким образом, в заключительной главе выпускной квалификационной работы были применены на практике существующие методы сравнительного подхода в целях оценки стоимости собственного капитала ПАО «Магнит». В результате применения различных методов подхода были получены возможные варианты рыночной стоимости 100%-го пакета акций ПАО «Магнит», порой не сопоставимые между собой. Какие из них наиболее точно отражают действительность – нельзя сказать однозначно, опираясь на данные только сравнительного подхода. Необходимо реализовать на практике доходный подход, чтобы сопоставить полученные данные и сделать выводы о рыночной стоимости акций оцениваемой компании и достоверности полученных результатов в рамках сравнительного подхода.

Заключение

Изучив сравнительный подход к оценке бизнеса, можно сделать вывод, что его популярность обусловлена визуальной простотой процедуры и расчетов. Но действительно ли так просто реализовать данный подход на практике, как кажется на первый взгляд? В процессе работы над выпускной квалификационной работы было проведено исследование основных информационных источников для сравнительного подхода - отечественного фондового рынка и рынка слияний и поглощений. Результаты указывают на то, что в настоящее время они находятся на стадии развития, подвержены влиянию кризисных явлений российской экономики и существенно отстают по качественным показателям от фондовых и M&A рынков развитых стран. Специфичность рынков обусловлена их относительно недавним зарождением, степенью контроля государством и сверхконцентрацией в определенных отраслях. Несмотря на то, что отраслевая структура рынков отличается между собой, в каждом из них преобладает 2-3 отрасли. Поиск информации по отраслям может быть затруднителен, потому как значительную долю российского фондового рынка представляют компании нефтегазовой отрасли. Схожая ситуация прослеживается и на рынке слияний и поглощений, большинство сделок заключаются в отраслях добывающей промышленности, финансовой и телекоммуникационной. К тому же на сегодняшний день M&A-рынок в России закрыт из-за высокой доли теневого сектора в экономике и отсутствия информации в общедоступных источниках. Данный факт на порядок усложняет процедуру отбора качественной информации для компаний, не принадлежащих к указанным отраслям. Как известно, одинаковых компаний не существует, любой бизнес уникален. Если отрасль широко представлена на мировых фондовых рынках, то полезную информацию можно найти, воспользовавшись дополнительными источниками, однако они не всегда доступны для оценочных компаний. Процесс отбора мультипликаторов – этап немаловажный, требующий глубокого понимания и осознания корреляции между различными финансовыми показателями, характеризующими деятельность компаний. Здесь же важно правильно скорректировать итоговые результаты, так как экономика ведущих стран мира является наиболее развитой, чем экономика России. Поэтому зачастую абсолютное отсутствие необходимой информации об аналогах является причиной отказа от применения подхода на практике.

Помимо исследования национальных финансовых рынков, в рамках выпускной квалификационной работы был осуществлен расчет рыночной стоимости собственного капитала ПАО «Магнит» - крупнейшей торговой розничной сети, действующей на территории России при помощи методов сравнительного подхода по состоянию на 1 января 2017 года. Ввиду развитой конкуренции в отрасли продуктового ритейла на рынке, при отборе

сопоставимых компаний-аналогов не возникло сложностей, информация была доступна и реализовать данный метод не составило труда.

Ощутимая нехватка информации была зафиксирована при поиске информации о совершенных сделках слияний и поглощений. При анализе исключительно отечественного рынка, метод было бы невозможно реализовать технически из-за слабой активности в отрасли и закрытости конкретной информации о ценах продажи активов. Для того, чтобы реализовать метод сделок при оценке акций ПАО «Магнит», во внимание принимались сделки, совершенные за 2 года на территории Восточной и Западной Европы. Таким образом, можно сделать вывод, что, если не ограничиваться информацией только по российским компаниям, реализация данного метода становится возможной, но в несколько раз более трудоёмкой, так как требует тщательного анализа входных данных.

Из всех существующих методов сравнительного подхода самым субъективным остается метод отраслевых коэффициентов. В связи с тем, что накопленной базы по отраслям для расчета средних мультипликаторов в России не существует. Применение коэффициентов по зарубежным компаниям технически возможно, но на практике с трудом поддается интерпретации из-за существующих отличий в развитии экономических систем России и Запада. Иными словами, результат применения данного метода для оценки российских компаний скорее всего будет неинформативным и противоречивым.

Подводя итог, можно сказать, что результаты данного подхода имеют ценность при сопоставлении с данными доходного или затратного подходов. В связи с разбросом итоговых значений, чаще всего результаты сравнительного подхода представлены в виде интервала. Если степень диверсификации значений очень высока, могут возникнуть сложности с интерпретацией результатов.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что возможности применения сравнительного подхода в оценке стоимости российских компаний имеют ряд ограничений, и несмотря на кажущуюся простоту математических расчетов, сравнительный подход достаточно сложный и неоднозначный.

Список использованной литературы

Нормативно-правовые акты

- 1 Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1995г. «Об акционерных обществах» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 2006. №31. – ст. 3454.
- 2 Федеральный закон № 127-ФЗ от 26.10.2002г. «О несостоятельности(банкротстве)» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 2002. №43. – ст. 4190.
- 3 Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.07.1998г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 1998. № 31. – ст. 3813.
- 4 Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015г. № 297 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. №28.
- 5 Приказ Минэкономразвития России от 1.06.2015 г. № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. №30.

Монографии, учебники, учебные пособия

- 1 Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие для студентов и преподавателей. 3-е изд., перераб. и доп./ В.С. Валдайцев. /- М.: 2008. — 576с.
- 2 Воробьев П.В, Лялин В.А. Рынок ценных бумаг / учебник. 2 издание, перераб. и доп./ П.В. Воробьев, В.А. Лялин. /- М: Проспект:2015. - 400с.
- 3 Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскиндаров М.А. и др. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/Учебное пособие. / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров и др./ - М.: 2003. - 544с.
- 4 Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран./ М. – 2008.- 1316 с.
- 5 Пратт Ш. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Ш. Пратт. /- М.:2011. -410 с.
- 6 Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии / Е.В.Чиркова. – М: Альпина Паблишер - 2005.- 190 с.

Статьи в журналах и других периодических изданиях

- 1 Абрамишвили Н.Р. Особенности применения сравнительного подхода к оценке стоимости публичных компаний в России / Universum: Экономика и юриспруденция: электронный научный журнал, 2016. № 3(24). // URL: <http://7universum.com/ru/economy/archive/item/2982> (дата обращения: 20.04.2017).
- 2 Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка / И.А. Дарушин, Н.А. Львова // Финансы и кредит. – 2014. – №10 (586). – с.42-50.
- 3 Загребельная Н.С. Мировой и Российский рынки слияний и поглощений / Н.С. Загребельная // Вестник МГИМО Университета. – 2015. - №2 (41). –с. 163-170.
- 4 Капранова Л.Д., Зазуля Е.О. Особенности развития рынка слияний и поглощений в России. / Л.Д. Капранова, Е.О. Зазуля // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. –№24. – с.23-28.
- 5 Руденко М.Н. Анализ ключевых тенденций и особенностей развития рынка слияний и поглощений в России / Руденко М.Н. // Вестник Пермского университета. Серия Экономика. - 2011. - Вып. 4. - с. 110-118.
- 6 Сонникова А.В. История развития и перспективы мирового рынка слияний и поглощений / А. В. Сонникова // Финансы, денежное обращение и кредит. -2011. -№7 (80). – с. 150-153.

- 7 Федорова Е.А., Панкратов К.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А. Федорова, К.А. Панкратов // Проблемы прогнозирования. -2010. -№2. –с.78-84.

Электронные ресурсы и документы

- 1 Анализ сделок слияний и поглощений в потребительском секторе за 2016 год и прогнозы на 2017 год. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/consumer-business/articles/2017/consumer-products-m-and-a-insights.html> (дата обращения - 29.04.2017).
- 2 База данных СПАРК. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/promo/> (дата обращения – 30.03.2017).
- 3 База расчета Индекса голубых фишек. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://moex.com/a598> (дата обращения: 21.04.2017).
- 4 Деловой Петербург: Акционеры «О'Кей ведут переговоры о продаже бизнеса» [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://www.dp.ru/a/2016/12/20/Akcioniери_seti_Okej_ve (дата обращения - 28.04.2017).
- 5 Информация о капитализации российского фондового рынка ПАО «Московская Биржа». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://moex.com/s26> (дата обращения: 13.03.2017).
- 6 КПМГ представляет обзор российского рынка слияний и поглощений в 2015 году. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/ru-en-russian-ma-review-2015.pdf> (дата обращения – 1.04.2017).
- 7 НАУФОР. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2015 год. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015_1.pdf (дата обращения - 1.02.2017).
- 8 НАУФОР. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор за первое полугодие 2016 года. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016_1.pdf (дата обращения 1.05.2017).
- 9 Отчет ФБК «Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году». [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.fbk.ru/upload/images/Mergers_and_Acquisitions_2009.pdf (дата обращения – 1.04.2017).
- 10 Официальный сайт А. Дамодарана [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения – 1.05.2017).
- 11 Официальный сайт ГК «ДИКСИ». [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.dixygroup.ru/who-we-are/our-history.aspx?sc_lang=ru-RU (дата обращения - 29.04.2017).
- 12 Официальный сайт информационного агентства Bloomberg. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.bloomberg.com> (дата обращения – 27.04.2017).
- 13 Официальный сайт информационного агентства АК&М. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://mergers.akm.ru> (дата обращения – 1.05.2017).
- 14 Официальный сайт компании X5. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.x5.ru/ru/Pages/About.aspx> (дата обращения - 29.04.2017).
- 15 Официальный сайт компании METRO AG. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.metro-cc.ru/o-kompanii> (дата обращения - 29.04.2017).
- 16 Официальный сайт компании ОКЕЙ ГРУП. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://okmarket.ru/about/index.php> (дата обращения - 29.04.2017).
- 17 Официальный сайт сети гипермаркетов «Лента». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.lenta.com/page/11/> (дата обращения - 29.04.2017).

- 18 Официальный сайт торговой сети Morrisons. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://your.morrisons.com/Help-and-information/Useful-information2> (дата обращения - 29.04.2017).
- 19 РБК Исследования рынков: обзор и тренды рынка FMCG-ритейла в России [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.retail-loyalty.org/news/rbk-issledovaniya-rynkov-obzor-i-trendy-rynka-fmcg-riteyla-v-rossii/> (дата обращения – 28.04.2017).
- 20 РБК: один из крупнейших ритейлеров откроет сеть аптек. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://quote.rbc.ru/news/company/27/03/2017/58da13949a79476f5f63d747> (дата обращения - 27.04.2017).
- 21 РИАрейтинг: Самые дорогие публичные компании России – 2017. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://riarating.ru/corporate_sector/20170131/630054698.html (дата обращения - 26.04.2017).
- 22 Российский ритейл: итоги 2015г. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.ranational.ru/sites/default/files/analytic_article/Retail%202015%20-%204.pdf (дата обращения – 28.04.2017).
- 23 Российский M&A- рынок оказался в изоляции. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.maonline.ru/mna/25837-rossiyskiy-ma-rynok-okazalsya-v-izolyacii.html> (дата обращения: 21.04.2017).
- 24 Печали и радости российского ритейла: итоги 2016 года. [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://newretail.ru/business/pechali_i_radosti_rossiyskogo_riteyla_itogi_2016_goda1527/ (дата обращения – 28.04.2017).
- 25 Mergerstat: Control Premium study 2016. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.bvresources.com/docs/default-source/sample-reports/control-premium-study-quarterly-report.pdf> (дата обращения – 2.05.2017).
- 26 PwC Deals. Global Automotive M&A. Deals Insights Year-end 2016. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.pwc.ru/publications/deals-insights-2016.pdf> (дата обращения: 20.04.2017).